

IESE



Universidad de Navarra

FINANZAS EN EMPRESAS FAMILIARES

Alvaro Vilaseca*

DOCUMENTO DE INVESTIGACION Nº 287
Enero, 1995

* Candidato al Doctoral del IESE

División de Investigación
IESE

Universidad de Navarra
Av. Pearson, 21
08034 Barcelona

Copyright © 1995, IESE
Prohibida la reproducción sin permiso

FINANZAS EN EMPRESAS FAMILIARES

Resumen:

La presente investigación pretende hacer una contribución incremental en cuanto a características de aspectos financieros de las Empresas Familiares, EF, tales como estructura de capital, comportamiento frente a inversiones y riesgo, políticas de dividendos, y la relación de estas dimensiones con la rentabilidad. Los principales resultados de este trabajo son que las empresas familiares, en general, están poco endeudadas, siendo este índice aún menor en las empresas que ocupan una posición importante dentro de su sector. Asimismo, las empresas que ocupan posiciones importantes tienen los menores índices de rentabilidad. Parece oportuno animar a las empresas familiares con un ratio de endeudamiento muy bajo a desarrollar estrategias de crecimiento y cambio contrayendo deuda, ya que el endeudamiento es un factor de mucha importancia cuando se analizan las variaciones de rentabilidad.

FINANZAS EN EMPRESAS FAMILIARES

I.- Introducción (1)

Una de las líneas de investigación en el campo de las empresas familiares, apunta a la identificación de diferencias entre éstas y las Empresas No Familiares, ENF, en aspectos tales como tamaño, comportamiento y resultados (Daily y Dollinger, 1992; Gallo y Estapé, 1992, 1994; Gallo y García Pont, 1988; Leach, 1990; Lyman, 1991; Merino y Salas, 1993; Ward, 1983). Esta clase de investigación comparativa apunta al hecho de que existiendo diferencias entre ambos grupos de empresas, el diagnóstico, tratamiento, valoración y solución a diferentes problemas debe ser distinto.

Al mismo tiempo, existe otra línea de investigación que parte del supuesto implícito que las EF ofrecen aspectos diferenciales y, por tanto, merecen analizarse como un grupo único, con el fin de lograr un mayor conocimiento sobre las estrategias, comportamientos y resultados de las EF (Aronoff y Ward 1991; Gallo, 1988, 1993a; Guzzo y Abbott, 1990).

En el caso de los aspectos financieros en las EF, por no existir hasta el momento evidencia concluyente sobre diferencias entre EF y ENF, sería arriesgado emitir conclusiones en uno u otro sentido.

El presente documento es una investigación exploratoria y pretende hacer una contribución incremental en cuanto a características de aspectos financieros de las EF, tales como estructura de capital, comportamiento frente a inversiones y riesgo, políticas de dividendos, así como la relación de estas dimensiones con la rentabilidad.

La muestra corresponde a las EF que respondieron a un cuestionario enviado a más de 1.000 EF de España en el año 1991 (2). Es oportuno aclarar que no se trata de una muestra aleatoria, sino de empresas que de algún modo están vinculadas con la Cátedra Empresa Familiar del IESE. Los cuestionarios fueron enviados por correo y el número de respuestas recibido fue de 104.

Los principales resultados de este trabajo de investigación son:

- Las EF, en general, están poco endeudadas, siendo este índice de endeudamiento aún menor en las empresas que ocupan una posición importante (participación de mercado) dentro de su sector.

- Las EF de mayor tamaño tienden, por un lado, a relacionarse con más instituciones financieras y, por otro, a llevar a cabo una mayor variedad de operaciones para su financiación.
- Las EF que ocupan una posición más importante en su sector de actividad tienen menores índices de rentabilidad, tanto sobre ventas como sobre recursos propios.
- Parece oportuno animar a las EF con un ratio de endeudamiento muy bajo a desarrollar estrategias de crecimiento y cambio contrayendo deuda, ya que el endeudamiento es un factor de mucha importancia cuando se analizan las variaciones de rentabilidad.

II.- Características de la muestra

En el Cuadro 1 aparecen los datos posicionales de las EF de la muestra en cuanto a antigüedad, tamaño y sector. La empresa más antigua fue fundada en 1792, y el 43% tiene al menos la tercera generación incorporada (véase Figura 1).

Las empresas, como conjunto, facturan casi medio billón de pesetas, siendo el promedio de 5.000 millones de pesetas aproximadamente (véase Figura 2).

El total de plantilla empleada por las empresas de la muestra es de 31.742 personas. El 51,02% de las empresas tienen una plantilla igual o superior a 100 personas (Figura 3).

Cuadro 1. Datos generales

Indicador	Total	Promedio
Empresas en la muestra	104	
Antigüedad de las empresas		48 años
Ventas (en millones de pesetas)	472.631	4.923,24
Personal en plantilla	31.742	324
Agricultura y pesca	3 (3%)	
Industria	62 (62%)	
Construcción	2 (2%)	
Servicios	33 (33%)	
Rentabilidad sobre ventas		8,81%
Rentabilidad sobre recursos propios		27,50%
Ratio deuda/recursos propios		0,9478

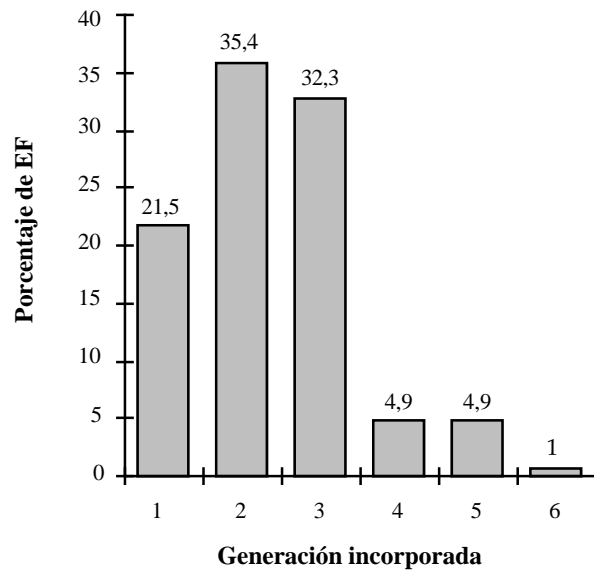
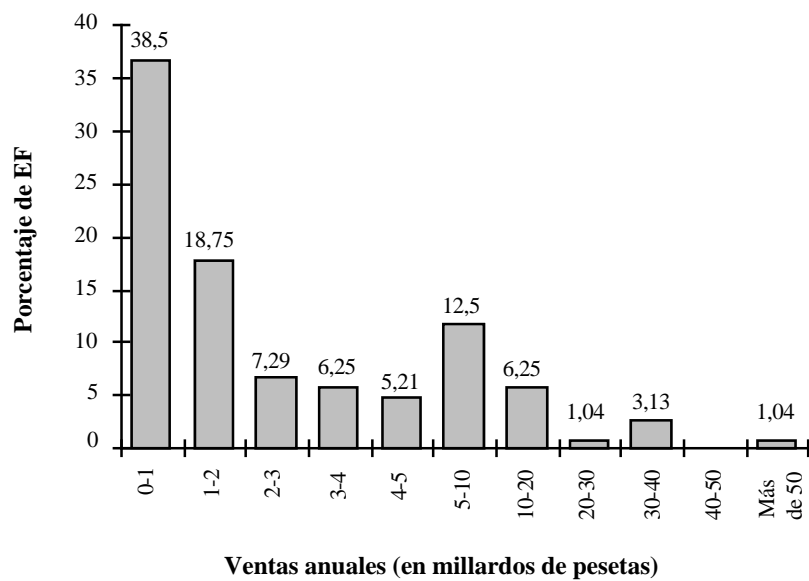
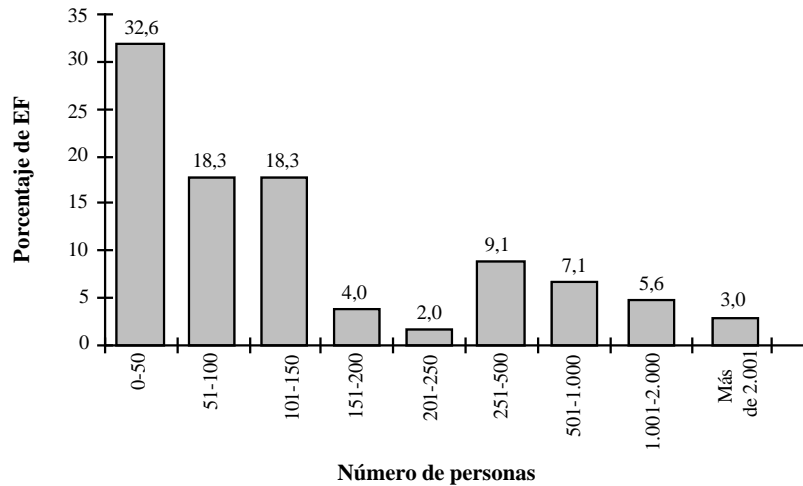
Figura 1. Distribución por generación**Figura 2. Distribución de ventas**

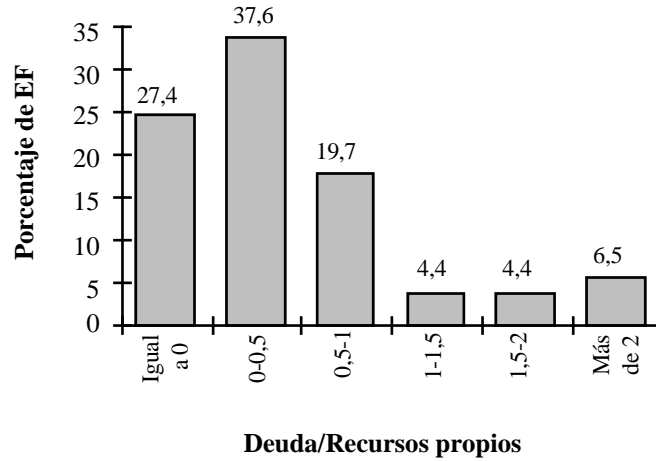
Figura 3. Distribución de personal

El 58,51% de las empresas de la muestra ocupa una posición dentro de los primeros diez lugares en sus respectivos sectores de actividad económica. En el Cuadro 2 aparece la información sobre el lugar que ocupan las EF de la muestra

Cuadro 2. Posición de las EF en el sector

Sector/Lugar	1-10	10-50	50-100	>100	Total
Agricultura y pesca	1	1			2
Energía y agua	3				3
Minerales y materiales de construcción	8	1			9
Productos químicos	4	2		2	8
Transformación de metales	5			1	6
Industria de alimentación	7	4			11
Manufactureras no alimentarias	15	8		1	24
Construcción			1	1	2
Comercio	5	6	2		13
Transportes y comunicaciones	1	2	1		4
Hostelería y otros servicios	6	3		3	12
Total empresas	55	27	4	8	94
Porcentaje	58,51	28,72	4,25	8,52	100

En relación con el nivel de endeudamiento (Figura 4), el 27,4% de las EF se financian exclusivamente con recursos propios, y el promedio del ratio de endeudamiento de la muestra no llega a 1 (el cual corresponde a una igualdad de deuda y recursos propios).

Figura 4. Distribución del endeudamiento

En relación a la rentabilidad de las EF, medida sobre ventas y sobre recursos propios (Figuras 5 y 6), son muy pocos los casos en que las empresas de esta muestra tienen pérdidas. El promedio de rentabilidad sobre ventas es de un 8,81%, con EF que alcanzan hasta un 45%, y la rentabilidad sobre recursos propios tiene una media de un 27,50%, alcanzando cifras del orden del 280%.

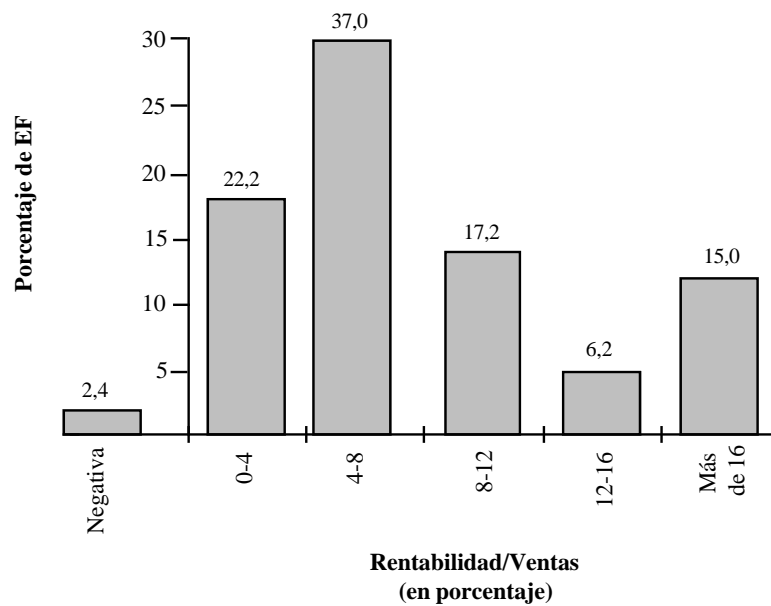
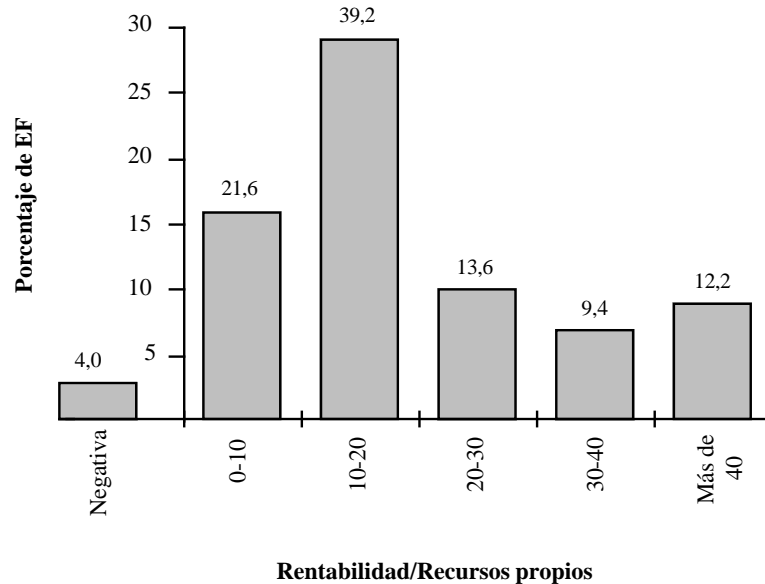
Figura 5. Distribución de rentabilidad sobre ventas

Figura 6. Distribución de rentabilidad sobre recursos propios

III.- Estructura, políticas financieras y resultados económicos de las EF

Con el objetivo de determinar las relaciones entre las diferentes variables de estructura financiera, políticas de dirección financiera y resultados económicos, se ha analizado, por una parte, la correlación de las diferentes variables entre sí y, por otra parte, mediante una regresión lineal simple entre cada par de variables, se ha observado la significancia estadística de estas relaciones a través del parámetro p asociado al parámetro F (véase Tabla 1).

El contenido de esta sección se ha dividido en tres áreas distintas. En primer lugar, se estudia el nivel de endeudamiento de las EF de la muestra y su relación con otras variables, con el objetivo de identificar aquellas que tienen una dependencia significativa con el nivel de endeudamiento.

En segundo lugar, con referencia a las políticas financieras que practican las EF, se han estudiado, por un lado, las relaciones comerciales de las EF con las instituciones financieras, en cuanto a la cantidad de instituciones financieras con que se relacionan y a la variedad de operaciones que realizan. Por otro lado, se estudia la política de distribución de dividendos de las EF de la muestra, y su relación con otras variables, con el fin de identificar los criterios que las EF utilizan para determinar la política de dividendos.

Por último, el análisis se centra en la relación de las variables de rentabilidad (sobre ventas y fondos propios) con las otras variables, con el fin de identificar aquellas que, apareciendo en la muestra, tienen mayor impacto en la rentabilidad de las EF.

Nivel de endeudamiento

Con respecto a la estructura del pasivo de las EF de la muestra, y de acuerdo con las respuestas a las preguntas del cuestionario sobre los objetivos futuros, un primer punto que se destaca, aparte del bajo ratio de endeudamiento ya indicado, es la tendencia de la mayoría de las empresas a mantener e, incluso disminuir, el nivel de su deuda.

- Objetivo a medio plazo de las EF que no tienen deuda (27,4% de la muestra):

No endeudarse	90,91%
Endeudarse	9,09%

- Objetivo a medio plazo de las EF que sí tienen deuda (72,6% de la muestra):

Disminuir el nivel de endeudamiento	58,18%
Mantener el nivel de endeudamiento	25,45%
Aumentar el nivel de endeudamiento	16,36%

De acuerdo con los datos de la Tabla 1, y centrandó la atención en el nivel de correlación entre el ratio de endeudamiento y otras variables, se observa que sólo existe una relación estadísticamente significativa con el ratio de beneficios sobre recursos propios. Esto es lógico, ya que teniendo en cuenta que el promedio de endeudamiento de las empresas de la muestra es bajo, en la medida que el mismo se incremente (suponiendo que el interés de la deuda sea menor que el retorno sobre el capital), aumentará el retorno sobre los recursos propios.

Tabla 1. Correlación entre las variables

Variables	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
1. Endeudamiento	100																
2. Sector	-9,4	100															
3. Lugar	16,8	24,2 •	100														
4. Generación	9,3	-23,2 •	-12,4	100													
5. Antigüedad	14,2	-20,3 •	-0,9	83,2 •••	100												
6. Benef./Ventas	-11,7	18,7 •	37,3 •••	-8,8	-14,9	100											
7. Benef./Rec. propios	63,1 •••	12,5	17,8	-0,5	-2,5	26,5 •	100										
8. Log. (ventas)	-8,1	-8,5	-33,7 ••	22,1 •	20,3 •	-25,4 •	-18,9 •	100									
9. Log. (activo)	-2,8	-17,9	-22,8 •	32,5 ••	31,8 ••	-10,2	-28,2 •	87,7 •••	100								
10. Log. (plantilla)	-6,4	-14,9	-37,2 •••	35,9 •••	35,4 •••	-33,5 ••	-14,4	85,2 •••	75,4 •••	100							
11. Cant. de inst. financ.	13,4	8,1	-11,9	13,3	10,3	-14,8	-6,0	35,8 •••	38,1 ••	36,5 ••	100						
12. Variedad de operaciones	8,3	6,2	-22,9 •	12,8	6,4	-12,0	-0,5	39,2 •••	41,7 •••	26,6 •••	24,8 •	100					
13. Dividendo/Beneficio	-8,9	-8,9	0,2	19,9	2,1	15,8	-2,3	8,4	16,6	1,0	-7,9	13,6	100				
14. Rotación activos	1,2	10,0	-5,1	-15,4	-7,0	-23,8 •	9,9	19,2	-19,7	6,6	-9,4	14,9	-18,8	100			
15. Ventas/Persona	-5,2	11,8	19,0 •	-19,3	-20,6 •	20,8 •	5,2	12,0	5,1	-32,9 ••	-10,1	20,3 •	18,2	13,7	100		
16. Rec. propios/Persona	-11,3	5,9	23,2	-18,5	-19,9	32,1 ••	-6,2	-1,4	19,3	-34,8 ••	-6,7	16,0	10,8	-20,0	70,1 •••	100	
17. Riesgo inversiones	5,9	4,0	15,2	-0,4	7,7	-4,8	-13,7	15,9	27,6	13,7	20,3 •	-6,1 •	10,8	-7,5	-10,1	-6,1	100

• p<0,10; •• p<0,01; ••• p<0,001

Notas:

Endeudamiento: Ratio deuda / recursos propios.

Lugar: Posición que ocupa en su sector.

Antigüedad: Años de antigüedad de la empresa familiar.

Log. (ventas): Logaritmo neperiano de monto de ventas anual.

Log. (activo): Logaritmo neperiano de total del activo.

Log. (plantilla): Logaritmo neperiano del número de empleados.

Cant. de inst. financ.: Número de instituciones financieras con las que trabajan las empresas familiares.

Variedad de operaciones: Cantidad de operaciones financieras diferentes que realizan.

Riesgo inversiones: Riesgo total percibido por la empresa por las diferentes inversiones que realiza.

Por otra parte, se constata que otras variables de posición de las EF, como sector, lugar que ocupa, generación y antigüedad, no tienen una relación estadísticamente significativa con el ratio de endeudamiento. Lo cual significa que el bajo nivel de endeudamiento de estas EF se presenta cualquiera que sean las circunstancias, no influyendo aspectos como, por ejemplo, operar en sectores que son más propensos que otros para contratar deuda (así, la construcción), u ocupar un lugar de liderazgo dentro del sector.

Sin embargo, y si se tienen en cuenta los datos del Cuadro 3, en el que se indican los promedios de ratio de endeudamiento según los diferentes intervalos de posición que las empresas ocupan en el sector, se aprecian diferencias importantes, pareciendo que las empresas que ocupan las posiciones más importantes están menos endeudadas, mientras que las empresas «seguidoras» tienen un endeudamiento notablemente mayor, cercano al doble del promedio general.

Cuadro 3. Promedio de endeudamiento de las EF según la posición que ocupan

Posición	Total	1-10	10-50	50-100	>100
Media	1,10	0,53	2,13	1,37	1,70

Una posible explicación podría ser que aquellas EF que han alcanzado una posición importante en el sector no precisan crecer deprisa en el corto plazo y, por ello, siguen la tendencia «natural» de las EF a endeudarse poco. Sin embargo, las EF «seguidoras» se endeudan con el fin de crecer y alcanzar las primeras posiciones.

Si bien, como se indica en la Tabla 1, no hay una correlación estadísticamente significativa entre las variables de generación de las EF con el nivel de endeudamiento, al hacer esta correlación tomando únicamente las empresas que están en la 2ª, 3ª, y 4ª generación, se observa que no solamente aumenta (el coeficiente es 28,8%), sino que, además, resulta estadísticamente significativa ($p < 0,05$). Es decir, las EF de esta muestra, una vez que han superado la primera generación, tienden a incrementar el nivel de endeudamiento.

Políticas financieras

Con el objetivo de identificar posibles políticas financieras de las EF, se incluyeron en el cuestionario preguntas relacionadas con el número de instituciones financieras con que trabajaban las empresas de la muestra, así como con el tipo de operaciones diferentes que realizaban.

La primera política financiera que se analizó es el «número de instituciones financieras». De acuerdo con los datos de la Tabla 1, se observa que, para las EF de la muestra, el número de instituciones financieras está en estrecha relación con las variables de tamaño de la empresa (ventas, activo y plantilla). Es decir, a medida que las EF incrementan su tamaño, trabajan con mayor número de bancos. Esto es lógico, ya que, en definitiva, un aumento en el tamaño supone un aumento de la inversión, que se acostumbra a traducir en la necesidad de financiamiento adicional. Por otra parte, la mayoría de las instituciones

financieras tienden a operar con empresas que alcanzan un tamaño importante, con lo cual las empresas terminan teniendo relación con un mayor número de instituciones financieras.

Asimismo, un aumento en las ventas repercute en un incremento en las cuentas de clientes y stocks. De la misma manera, un aumento en la plantilla puede ser debido al incremento del activo fijo (planta y equipos). En definitiva, todo crecimiento de las inversiones requiere una financiación y, salvo que el crecimiento, por ser lento en el tiempo, pueda financiarse con recursos propios, para lograr un incremento de deuda se deberán desarrollar relaciones con otras y nuevas instituciones financieras.

La relación del número de instituciones financieras con el riesgo promedio de las inversiones, riesgo tal y como es percibido por las EF de la muestra, tiene un significado estadístico que, si bien no es muy importante, cae dentro del 10%. Esta relación también es lógica, ya que en la medida en que las EF asumen mayores riesgos económicos debido a una política de inversión «agresiva», necesitan diversificar el riesgo que la propia EF representa para los bancos, a base de trabajar con varias instituciones financieras.

La segunda política financiera analizada es la «variedad de operaciones» de las EF, es decir, el número de operaciones diferentes de financiación que realizan.

De la misma manera que con el número de instituciones financieras, se observa que la correlación entre la variedad de operaciones y las variables de tamaño de la empresa (ventas, activo y plantilla), es estadísticamente significativa. Es decir, a medida que las EF alcanzan mayor tamaño, llevan a cabo una mayor variedad de operaciones con productos financieros diferentes. Siguiendo un razonamiento similar al anteriormente empleado con la política sobre el número de instituciones con que trabajan las EF, el haber alcanzado un mayor tamaño trae consigo una mayor necesidad de –y posibilidad de conseguir– préstamos a largo plazo para el activo fijo, como líneas de crédito para la producción, créditos para la exportación, descuento de documentos para el crecimiento de clientes, etc.

En relación con la correlación entre el riesgo promedio percibido y la variedad de operaciones que se observa en la Tabla 1, la significancia estadística no tiene mucha lógica, ya que una mayor variedad de operaciones no logra neutralizar el riesgo que las inversiones puedan representar. Sin embargo, el signo negativo sí que tiene cierta lógica, pues en la medida en que el nivel de riesgo supera un cierto límite, las instituciones financieras tienden a disminuir su relación con las empresas y, como consecuencia, la variedad de operaciones disminuye.

Otra relación estadísticamente significativa es la que existe entre el incremento del ratio ventas/persona y el aumento de la variedad de operaciones. Esto puede deberse a que el incremento del «numerador» (ventas) se consigue proporcionando alternativas y facilidades financieras, lo cual da lugar a un mayor número de operaciones, o porque la disminución del «denominador» (número de personas en la empresa) se logra con mayores inversiones en planta y equipo, u orientando la empresa hacia el sector de servicios, y ambos puntos acostumbran a precisar una mayor variedad en el número de operaciones.

Política de dividendos

Un punto muy importante con respecto a la política de distribución de dividendos que se deduce de la Tabla 1 lo constituye el hecho del conjunto de variables que acostumbran a tener gran influencia en la política de dividendos en las empresas en general, y que aquí se observa no la tienen en la definición de la política de dividendos de las EF de la muestra.

En especial, resalta la falta de relación de los dividendos con el beneficio sobre ventas y/o el beneficio sobre recursos propios, pues lógicamente deberían ser indicadores del porcentaje de distribución de dividendos (ya que en la medida que aumenten, más razones hay para una mayor distribución) y, sin embargo, no son criterios claramente seguidos por las EF de la muestra.

La falta de criterios claros en la política de distribución de dividendos es contraria a las «leyes del mercado», y no tenerlos conduce a que las EF caigan en una de sus principales «trampas» (Gallo, 1991), pudiendo dar lugar a que algunos miembros de la familia que no trabajan en la EF vean como conveniente el desprenderse de sus acciones por no ser rentables, o enfrentarse con la dirección, resultando, en definitiva, en una falta de armonía y unidad entre la familia y la empresa.

Por otra parte, la falta de una política estable de dividendos puede originar dificultades en el momento de requerir financiación externa, ya sea por medio de una ampliación de capital, una participación externa en el capital, una salida a bolsa o la simple negociación de una línea de crédito.

Rentabilidad

En la Tabla 1 se observa la correlación que existe entre las variables de activo, plantilla y ventas, y el lugar que ocupa la EF en el sector. Como es lógico, a medida que las EF incrementan su tamaño, alcanzan posiciones más importantes dentro de su sector.

Por otra parte, en dicha Tabla 1 también se observa la correlación existente entre la variable de beneficio sobre ventas y el lugar que ocupa en el sector. El parámetro p (menor que 0,001) refleja la importancia estadística que tiene la tendencia indirecta de que cuando las EF pasan a ocupar los primeros lugares de su sector, la rentabilidad sobre ventas disminuye. En unión a ello, la correlación entre la variable beneficio sobre recursos propios y el lugar que ocupa en el sector, aunque no es estadísticamente significativa, sigue la misma tendencia indirecta. Como consecuencia, se puede afirmar que en esta muestra, a medida que las EF pasan a ocupar los primeros lugares de su sector, la rentabilidad sobre sus recursos propios disminuye.

Si al mismo tiempo se tiene en cuenta esta tendencia en la relación entre beneficio sobre ventas y lugar que ocupa, la variación del promedio del ratio de endeudamiento según el lugar que la empresa ocupa en el sector (anteriormente indicado en el Cuadro 3), en unión con la relación estadísticamente significativa entre las variables de endeudamiento y beneficios sobre recursos propios, parece lógico afirmar que las EF de esta muestra tienen diferentes políticas de endeudamiento según el lugar que ocupan en el sector y, que estas políticas tienen un impacto negativo en su rentabilidad.

Por otra parte, el lugar que ocupa una empresa en su sector está relacionado con su mayor o menor tamaño, y es conocido que un mayor tamaño puede ser la base de menores costes por economías de escala y, por tanto, de mayores beneficios (Buzzell, Gale y Sultan, 1975), o si la empresa ha alcanzado su mayor tamaño a través de una diversificación relacionada, se pueden producir economías de configuración que también se traducen en mayores beneficios (Rumelt, 1974, 1982). Sin embargo, en las EF de la muestra ocurre lo contrario, el crecimiento no se traduce en un mayor beneficio. Ello, tal vez sea debido a que dirigir una empresa de mayor tamaño precisa de sistemas de dirección y control más desarrollados y, con frecuencia, el diseño de una nueva estructura de responsabilidades en la

que se otorgue autonomía en la toma de decisiones a un mayor número de personas, y como ya ha sido constatado (Gallo, 1993b), las EF tienen dificultades para desarrollar ambos puntos.

Endeudamiento y rentabilidad

Con la intención de profundizar en la influencia que tiene el nivel de endeudamiento en los beneficios sobre recursos propios de las EF de la muestra, se ha efectuado una regresión simple entre estas dos variables. Los datos de la regresión aparecen en la Tabla 2.

Tabla 2. Regresión simple

Variable dependiente: Beneficios/Recursos propios 102 casos totales, de los cuales 32 están incompletos				
$R^2 = 39,9\%$ R^2 (ajustado) = 39,0% $s = 35,27$ con 70 - 2 = 68 grados de libertad				
Fuente	Suma cuadr.	gl.	Cociente	F-Ratio
Regresión	56053,7	1	56053,7	45,1
Residual	84597,5	68	1244,08	
Variable	Coefficiente	d. s. de coef.	t-ratio	prob.
Constante	17,6346	4,490	3,93	0,0002
Deuda/Rec. propios	9,64484	1,437	6,71	≤ 0,0001

De acuerdo con estos datos, ambas variables resultan ser muy dependientes ($p \leq 0,0001$) y su relación es robusta ($t=6,71$) y, además, el R^2 es próximo a un 40% (es decir, el nivel de endeudamiento explica el 40% de las variaciones de rentabilidad).

Por sí misma, esta regresión no determina la relación causal entre las variables. Es decir, no determina el hecho de que un mayor nivel de endeudamiento dé lugar a un mayor nivel de rentabilidad o, por el contrario, que las EF que son rentables tienen la oportunidad de endeudarse más, pues las instituciones financieras les ofrecen un mayor nivel de financiación.

Sin embargo, teniendo en cuenta la teoría de Modigliani y Miller (1958) que indica que, hasta un cierto nivel, siempre que el coste de la deuda sea menor que el retorno sobre el activo neto, una mayor deuda tendrá como efecto un mayor retorno sobre capital propio, la regresión encontrada verifica y añade evidencia empírica a esta teoría.

Además, es importante tener en cuenta el valor del coeficiente (9,64484) de la variable dependiente (deuda/recursos propios), que significa que cuando se incrementa una unidad en el ratio deuda/recursos propios, el beneficio sobre recursos propios aumenta un 9%. Dicho de otra manera, una EF (con características similares a las EF de esta muestra) que no tenga deuda y tenga un beneficio sobre recursos propios de un 18%, si aumenta su relación deuda/recursos propios a uno (igual deuda que recursos propios), lo cual es considerado habitualmente como un nivel aceptable, incrementará su tasa de beneficio en un 50%, esto es, a un nivel del 27%.

IV.- Implicancias prácticas

Asumiendo que los «motores» de la estrategia de empresa son el crecimiento y el cambio, y dado que con frecuencia en las EF se esgrime la falta de recursos económicos como la principal razón para no crecer y cambiar más intensamente, esta investigación verifica que los niveles de endeudamiento de las EF pueden incrementarse en forma significativa hasta que alcancen niveles habitualmente considerados razonables.

Por tanto, parece oportuno animar a las EF con un ratio de endeudamiento muy bajo a desarrollar estrategias de crecimiento y cambio contrayendo deuda, ya que el endeudamiento es un factor importante cuando se analizan las variaciones de rentabilidad.

Con relación a la política de dividendos de las EF, la determinación de criterios claros y estables es un factor que puede contribuir, en el mediano y largo plazo, a que el desarrollo de estrategias de cambio y crecimiento puedan ser financiadas con ampliaciones de capital, participación de instituciones externas o a través de ofertas públicas en bolsa. □

(1) Estoy muy agradecido al profesor Miguel Angel Gallo por la supervisión y comentarios realizados durante la preparación de este trabajo.

(2) La base de datos fue proporcionada por los profesores M.A. Gallo y J. Tàpies.

Bibliografía

- Aronoff, C. y Ward J.L., «Family Business Sourcebook», Omnigraphics Inc., 1991.
- Buzzell, R.D. et al., «Market Share a Key to Profitability», *Harvard Business Review*, vol. 53, enero-febrero, 1975.
- Daily, C.M. y Dollinger, M.J., «An Empirical Examination of Ownership Structure in Family and Professionally Managed Firms», *Family Business Review*, nº 3, 1992.
- Gallo, M.A., «Las empresas familiares», Enciclopedia de Dirección y Administración de la Empresa, nº 66, 1988.
- Gallo, M.A., «Las trampas profundas de las empresas familiares», *Staff Catalunya*, nº 10, 1991.
- Gallo, M.A., «Emprender en la empresa familiar», en: M.A. Gallo (ed.), «La Empresa Familiar 4», Estudios y Ediciones IESE, 1993a.
- Gallo, M.A., «Etapas en el desarrollo de la empresa familiar», nota técnica DGN-458, División de Investigación, IESE, 1993b.
- Gallo, M.A. y Estapé, M.J., «Family Business Among the Top 1.000 Spanish Companies», IESE, Research Paper, nº 231, 1992.
- Gallo, M.A. y Estapé, M.J., «Sector español de la alimentación y bebidas: empresas familiares y no familiares», IESE, Documento de Investigación, nº 265, 1994.
- Gallo, M.A. y García Pont, C., «The Family Business in the Spanish Economy», IESE, Research Paper, nº 144, 1988.
- Guzzo, R.A. y Abbott S., «Family Business as Utopian Organizations», *Family Business Review*, nº 1, 1990.
- Leach, P. et al., «Managing the Family Business in the UK», Sloy Hayward, 1990.
- Lyman, A.R., «Customer Service: Does Family Ownership Make a Difference?», *Family Business Review*, nº 3, 1991.
- Merino, F. y Salas, V., «Estrategia y resultados de la empresa familiar», Universidad Autónoma de Barcelona, octubre de 1993.
- Modigliani, F. y Miller, M.H., «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, vol. 48, junio, 1958.
- Rumelt, R.P., «Strategy, Structure and Economic Performance», Harvard Business School Division of Research, 1974.
- Rumelt, R.P., «Diversification Strategy and Profitability», *Strategic Management Journal*, vol. 3, octubre-diciembre de 1982.
- Ward, J.L., «The Impact of Private Ownership on Marketing Strategy and Performance: A First Look at the PIMS Data Base», Loyola University, Chicago, 1983.

IESE

DOCUMENTOS DE INVESTIGACION - RESEARCH PAPERS

No.	TITULO	AUTOR
D/ 268	Alliance networks in European banking. June 1994, 26 Pages	García Pont C.
D/ 269	Las relaciones laborales en Alemania. Junio 1994, 61 Págs.	Gómez S. Pons M ^a
D/ 270	Las relaciones laborales en Francia. Junio 1994, 66 Págs.	Gómez S. Pons M ^a
D/ 271	La estructura interna de la empresa en la visión de Coase. Julio 1994, 19 Págs.	Argandoña A.
D/ 272	Teaching business ethics using the case method. July 1994, 17 Pages	Argandoña A.
D/ 273	Weak form market efficiency: A comparison between the Spanish and the U.S. stock markets. July 1994, 39 Pages	Martínez Abascal E. Pregel G.
D/ 274	Investing in Russia. July 1994, 36 Pages	Taylor G.
D/ 275	Aspectos éticos en la consultoría de búsqueda de directivos. Septiembre 1994, 16 Págs.	Melé D. Roig B.
D/ 276	Factores determinantes del ahorro. Septiembre 1994, 88 Págs.	Argandoña A.
D/ 277	Spain and the European social charter. September 1994, 33 Pages	Argandoña A.

IESE**DOCUMENTOS DE INVESTIGACION - RESEARCH PAPERS**

No.	TITULO	AUTOR
D/ 278	Technology management in Spain. October 1994, 14 Pages	Riverola J. Muñoz-Seca B.
D/ 279	Códigos de conducta empresarial: ¿Pueden contribuir al desarrollo ético de los empleados? Octubre 1994, 14 Págs.	Melé D.
D/ 280	Las relaciones laborales en Italia. Noviembre 1994, 61 Págs.	Gómez S. Pons M.
D/ 281	Training the next generation of owners and managers: A possible key role for directors in family businesses. November 1994, 17 Pages	Tomaselli S.
D/ 282	Los servicios: El binomio privatización- desregulación. El caso de la educación. Diciembre 1994, 15 Págs.	Argandoña A.
D/ 283	Las relaciones laborales en el Reino Unido. Diciembre 1994, 75 Págs.	Gómez S. Pons M ^a
D/ 284	Isomorphic pressures on identity: The case of learning partnerships with business schools. December 1994, 21 Pages	Enrione A. Knief C. Mazza C.
D/ 285	Control and incentives in organizational design. January 1995, 22 Pages	Ricart J.E. Rosanas J.M.
D/ 286	Asset-based competition and industry structure: Recapturing the early concepts of strategic groups. January 1995, 29 Pages	Enrione A. García Pont C.
D/ 287	Finanzas en empresas familiares. Enero 1995, 19 Págs.	Vilaseca A.