



Universidad de Navarra

Documento de Investigación

DI nº 406

Enero, 2000

COMPARACION ENTRE EMPRESAS FAMILIARES
Y NO FAMILIARES: LOGICAS FINANCIERAS
Y PREFERENCIAS PERSONALES

Miguel A. Gallo*
Josep Tàpies*
Kristin Cappuyns**

Revisado en enero de 2004

Publicado por la Cátedra Empresa Familiar

* Profesor de Dirección General, IESE

** Investigadora Asociada, IESE

IESE Business School - Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 - 08034 Barcelona. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Aguila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) - 28023 Madrid. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright© 2000, IESE Business School. Prohibida la reproducción sin permiso

COMPARACION ENTRE EMPRESAS FAMILIARES Y NO FAMILIARES: LOGICAS FINANCIERAS Y PREFERENCIAS PERSONALES

Resumen

En el presente documento se comenta un esfuerzo de investigación llevado a cabo por la Cátedra Empresa Familiar del IESE con una muestra de 305 empresas (204 empresas no familiares (ENF) y 101 empresas familiares (EF).

El hecho de que el estudio se haya realizado con EF que figuran entre las mayores empresas españolas, con directivo financiero con nivel similar en EF y ENF, conduce a pensar que las peculiaridades de las “lógicas financieras en las EF” puestas de manifiesto en las mismas no se deben tanto a la falta de conocimientos de quienes dirigen la empresa como a la influencia de las preferencias personales de ellos y de otros miembros de la familia que ostentan el poder.

Los principales resultados indican que una aversión a la pérdida de control de la propiedad y al riesgo conduce a muchas empresas familiares a limitar seriamente su capacidad de crecimiento, por no animarse a adaptar las prácticas generalmente aceptadas en dirección financiera de empresas.

COMPARACION ENTRE EMPRESAS FAMILIARES Y NO FAMILIARES: LOGICAS FINANCIERAS Y PREFERENCIAS PERSONALES

1. Introducción

Llegar a identificar diferencias de las empresas familiares (EF) en comparación con las empresas no familiares (ENF), y comprender sus consecuencias a medio y largo plazo en el comportamiento estratégico de las EF, constituye uno de los campos básicos de la investigación en EF.

El esfuerzo de investigación realizado en este sentido en los últimos años, ha logrado avances importantes, aunque en algunos casos todavía no se haya profundizado suficientemente en el conocimiento de las razones que verdaderamente explican las diferencias que se han encontrado.

Así ocurre, por ejemplo, con la “esperanza de vida” y con los “procesos de desarrollo”. Alcorn (1982) afirma que la esperanza de vida de las EF es de 24 años. Gallo, Cappuyens y Estapé (1995) observan que las EF tienen dificultades para crecer, para estar presentes en determinados sectores de actividad empresarial y para internacionalizarse (Gallo y García Pont, 1989), pero sin embargo, en ninguno de los casos se ofrecen explicaciones concluyentes de los porqués de estas diferencias.

En estos últimos años, el nivel de profundización ha sido más intenso en los campos de los procesos sucesorios (Gallo, 1998; Gersick et al., 1997), de las estructuras y procesos de gobierno (Neubauer y Lank, 1998), y de las características de las EF en primera, segunda y tercera generación (Gersick et al., 1997), habiéndose descubierto peculiaridades que diferencian con claridad las EF de las ENF, así como también propuesto modos de actuar diferenciados y más adecuados para la EF.

Algo similar ha ocurrido también en el campo de la estructura y política financieras, y de los resultados económicos de las EF, en los que caben destacar los siguientes trabajos de investigación:

- Daily y Dollinger (1992), trabajando con una muestra de 186 empresas manufactureras de Indiana (Estados Unidos), con menos de 500 empleados y ventas inferiores a 30 millones de dólares, al comparar EF y ENF encontraron que, en el período 1986-1988, las EF superaron a las ENF en crecimiento de las ventas, en la mejora del margen operativo y en una medida “elaborada” con cuatro elementos de comparación de cada empresa con su principal competidor.

- Gallo y Vilaseca (1996 y 1998), trabajando con una muestra de 104 EF españolas, con una venta promedio (en 1997) de 33,98 millones de euros (actualizado en euros 2001), encontraron que las EF de menor tamaño seguían unas prácticas financieras de inferior complejidad, tenían un ratio de endeudamiento muy bajo y no identificaron diferencias estadísticamente significativas en la “rentabilidad sobre recursos propios” en razón de que el director financiero fuera o no miembro de la familia, salvo en los casos en que esta persona ocupaba un nivel jerárquico muy alto en la empresa y además no era miembro de la familia.
- Mahéroult (1998), al comparar la “función de inversión” (endeudamiento, rentabilidad y liquidez) entre 49 EF francesas que cotizaban en bolsa y 46 EF francesas que no cotizaban a lo largo de varios años, encontró que una de cada tres empresas prefería renunciar al desarrollo antes que perder su autonomía, afirmando que no se puede aplicar la teoría financiera clásica a las EF porque éstas actúan con “otra lógica financiera”.
- Poutziouris, Chittenden y Michaelas (1998), al estudiar en una muestra de 350 EF y ENF de Reino Unido, con menos de 200 empleados, el grado en que la dilución o concentración del capital influyó en su estructura de financiación durante el período 1994-1996, encontraron que las EF tenían un inferior ratio de apalancamiento, una mayor proporción “activo inmovilizado/activo total”, una menor “rotación de activos”, así como un inferior nivel de inversión en activos intangibles y una menor rentabilidad sobre el capital empleado, lo cual les lleva a afirmar que las ENF están más orientadas al mercado y tienen mayor tendencia hacia el crecimiento, mientras que las EF se “debaten” en una lucha entre los mayores beneficios a costa de la pérdida de control por parte de la familia.
- Smyrnios, Romano y Tanewski (1998), trabajando con una muestra de unas 1.000 EF procedentes del universo formado por las 5.000 mayores empresas de Australia, encontraron que el crecimiento y tamaño de la EF, en unión con la proporción de capital en manos de la familia, eran las variables que mejor determinaban el tipo de fuentes de financiación de la EF, a través de aumentos de capital, retención de beneficios, préstamos de la familia e instituciones financieras.

En el presente documento se comenta un esfuerzo de investigación llevado a cabo por la Cátedra Empresa Familiar del IESE con una muestra de 305 empresas, cuyos principales resultados indican que la aversión a la pérdida de control de la propiedad y al riesgo conduce a muchas empresas familiares a limitar seriamente su capacidad de crecimiento, por no animarse a adaptar las prácticas generalmente aceptadas en dirección financiera de empresas.

2. La muestra

La información se obtuvo por medio de un cuestionario enviado al universo formado por las 4.200 empresas españolas que, de acuerdo con los datos de Dun & Bradstreet (1995), facturaron en 1995 más de 21,92 millones de euros (en 2001) y tenían una plantilla superior a

150 personas (1). Del total de los 337 cuestionarios recibidos, se eliminaron 32 por diferentes razones, quedando una muestra de 305 empresas, que corresponde al 7,26% del universo (2).

Tabla 1. Comparación de la muestra con la composición de la base de datos de Dun & Bradstreet

Ventas (en millones de euros 2001)	D & B 1995		Muestra	
	n	Porcentaje	n	Porcentaje
21,92 – 36,54	2.455	52,66	100	32,79
36,54 – 73,08	1.076	23,08	76	24,92
> 73,08	1.131	24,26	129	42,29
Total	4.662	100	305	100

La calificación de las empresas como “familiar” o “no familiar”, tal y como está empezando a ser frecuente en estudios de este tipo dadas las múltiples definiciones que se emplean para la EF, se dejó a criterio de las personas que contestaron el cuestionario. Entre las 305 empresas de la muestra, 204 (66,9%) fueron calificadas como ENF y 101 (33,1%) como EF. La descomposición de la muestra en dos submuestras, EF y ENF, según diferentes niveles de ventas, se presenta en la Tabla 2.

Tabla 2. Descomposición de la muestra en EF y ENF

Ventas (en millones de euros 2001)	EF		ENF	
	n	Porcentaje	n	Porcentaje
21,92 – 36,54	47	46,53	56	27,45
36,54 – 73,08	20	19,81	55	26,96
> 73,08	34	33,66	93	45,59
Total	101	100	204	100

Si se tiene en cuenta, por una parte, que en 1992 el 23% de las 1.000 mayores empresas de España eran EF (Gallo, Cappuyns y Estapé, 1995), que en el conjunto de

(1) Hay que resaltar que, entre las respuestas recibidas, sólo cinco empresas dicen tener una facturación inferior a 21,92 millones de euros (en 2001), mientras que 105 afirman que su plantilla no alcanza las 150 personas. Este segundo hecho no es de extrañar, dado que muchas empresas, a la hora de dar información sobre su plantilla, consideran de manera distinta a los empleados fijos de los que tienen otras modalidades de contratos.

(2) De los 32 cuestionarios eliminados, 21 correspondían a errores en el apartado «ratios financieros», 4 a omisiones en respuestas a preguntas importantes, y 7 por pertenecer a empresas cuyas elevadas dimensiones (“empresas *out layer*”) producían importantes distorsiones en las comparaciones de los datos correspondientes a los valores medios.

empresas equiparable de esta muestra (las que en la Tabla anterior facturan más de 73,08 millones de euros (a valores de 2001), el 34% son EF y, por otra parte, que del total de las empresas españolas que en 1987 tenían ventas superiores a 21,92 millones de euros (a valores de 2001), el 66% eran EF (Gallo y García Pont, 1989), se puede afirmar que la representación de las EF en la muestra no se corresponde con la realidad española ni en lo que hace referencia a su número ni, tampoco, a su tamaño, pues la muestra está formada por una menor proporción de EF (33,1%), pero que comparativamente son empresas de tamaño mayor.

3. Comparación de algunos datos básicos de las EF y ENF de la muestra

La información aportada por las respuestas a las primeras partes del cuestionario ayuda a comparar las características de ambas submuestras y a descubrir las principales similitudes y diferencias.

En esta investigación, de manera diferente a como se ha hecho en otros trabajos, además de analizar los valores promedio se estudiarán los histogramas correspondientes a la descomposición de las dimensiones en cuatro intervalos y sus distribuciones normales, dado que sólo comparando valores promedio se alcanza una visión de síntesis, muy incompleta, pues las EF, como se irá viendo, cubren un espectro amplísimo, estando presentes prácticamente en todos los intervalos, aunque tengan un menor nivel de presencia en algunos de ellos.

El análisis estadístico se ha llevado a cabo con herramientas relativamente sencillas. En ello ha influido, además de los objetivos generales de la investigación, el hecho de que en el estudio realizado de las posibles correlaciones entre todas las dimensiones de la submuestra de EF, no se encontraron otras relaciones estadísticamente significativas de la ya conocida entre tamaño por “ventas” y por “número de empleados”, las lógicas entre ratios financieros que tienen un significado similar, y las directamente concatenadas por corresponder a previsiones de crecimiento (1).

De acuerdo con la información aportada por la Tabla 3, las EF de esta muestra son más antiguas que las ENF. Esta diferencia, estadísticamente significativa, de ocho años entre los promedios de edad de unas y otras, y el hecho de que los porcentajes de ambos tipos de empresas situadas en los primeros lugares de su sector sean similares, añaden evidencia al fenómeno ya conocido de que las EF desarrollan su crecimiento de manera más lenta que las ENF, y resalta la conveniencia de conocer las razones auténticas de esta mayor lentitud.

(1) El estudio de las mismas correlaciones en la submuestra de ENF indicó, además de las encontradas en las EF, la existencia de otras ocho relaciones significativas. Dejando aparte la existente entre el incremento del volumen de inversión y el número de personas con “contrato fijo”, las restantes parecen responder a una lógica de continuidad en el desarrollo de la empresa para los años venideros (incremento de recursos propios, crecimiento de las inversiones de las ventas, porcentaje de beneficios y dividendos).

Tabla 3. Antigüedad y posición en el sector

	EF		ENF	
	Promedio	Desviación estándar	Promedio	Desviación estándar
Año de fundación*	1956	36,3	1964	14,14
Lugar en el sector	1 – 10	0,74	1 – 10	0
Número de empresas	101	–	204	–

* Estadísticamente significativa con un grado de confianza $p < 0,01$.

Lugar en el sector industrial

Lugar en el sector	EF		ENF	
	n	Porcentaje	n	Porcentaje
Entre las 10 primeras	75	74,26	143	70,09
Entre la 10ª y la 50ª	15	14,85	46	22,55
Entre la 50ª y la 100ª	9	8,91	9	4,42
Después de la 100ª	2	1,98	6	2,94
Total	101	100	204	100

La información relacionada con las dimensiones “volumen de ventas”, “empleo total” (1) y “ventas por persona” se encuentra en la Tabla 4 (promedios y desviaciones estándar), así como en los correspondientes histogramas por categorías y distribuciones normales.

Tabla 4. Ventas y empleo total

	EF		ENF	
	Promedio	Desviación estándar	Promedio	Desviación estándar
Ventas en millones de euros 2001*	91,17	124,54	164,94	269,22
Empleo total	426	666	625	1.020
Ventas/plantilla**	0,21	0,19	0,26	0,26

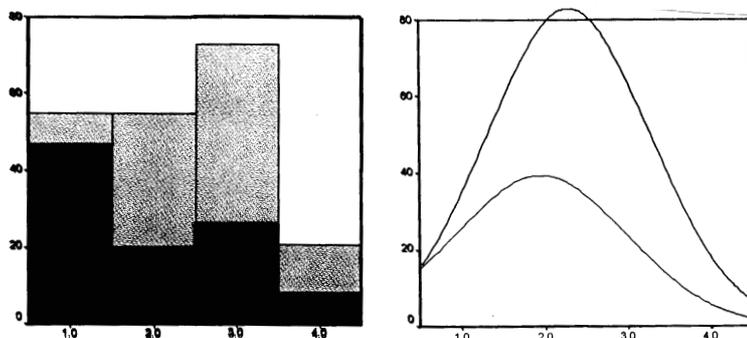
* Estadísticamente significativa con un grado de confianza $p < 0,01$.

** Estadísticamente significativa con un grado de confianza $p < 0,05$.

(1) “Empleo total” como suma del número de personas con “contrato indefinido”, con “contrato fijo discontinuo” y con “otras modalidades contractuales”.

Ventas*

Ventas	Número de respuestas	Desviación estándar	Promedio
EF	101	1,02	2,0
ENF	204	0,98	2,3

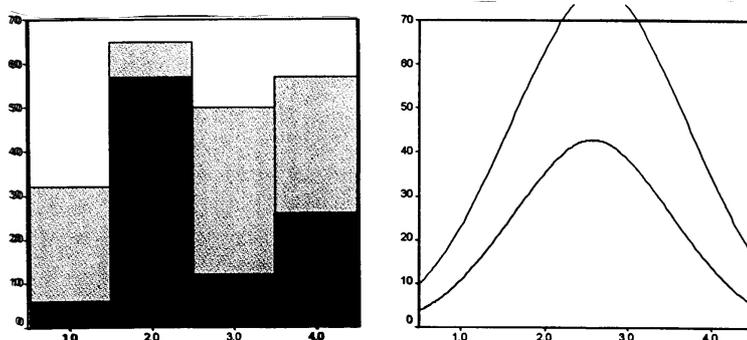


Ventas en millones de euros 2001	< 36,54	36,54 – 73,08	73,08 – 365,41	365,41 <
	1	2	3	4

*Para todas estas Tablas, las empresas se representarán con las tramas siguientes: ENF ; EF . Los gráficos representan los datos agrupados en cuatro intervalos. Asimismo, representan los datos transformados en categorías (1 a 4) por frecuencia y distribución normal. El valor promedio de cada grupo es el promedio de los datos por categorías.

Empleo

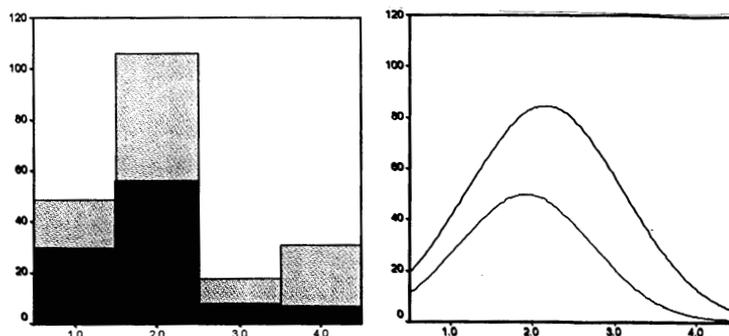
Empleados	Número de respuestas	Desviación estándar	Promedio
EF	101	0,94	2,6
ENF	204	1,05	2,6



Personal Total	< 50	50 – 250	250 – 500	>500
	1	2	3	4

Ventas/plantilla

Venta/ plantilla	Número de respuestas	Desviación estándar	Promedio
EF	101	0,81	1,9
ENF	204	0,96	2,2



Venta/ plantilla	0 – 0,20	0,20 – 0,70	0,70 – 1,25	>1,25
	1	2	3	4

Como puede observarse, el promedio de “ventas” de las EF es bastante inferior al de las ENF (en un 44%), diferencia que además resulta estadísticamente significativa. Algo similar ocurre en el promedio de “ventas por persona” (en un 65%), también de manera estadísticamente significativa. La diferencia en el promedio de “empleo total”, además de ser bastante más pequeña (25%), no resulta estadísticamente significativa.

Estos datos confirman investigaciones anteriores en las que ya se había encontrado que:

- El porcentaje de EF disminuye en comparación con el de las ENF a medida que se comparan intervalos de niveles superiores de volumen de ventas (Gallo y García Pont, 1989).
- Las EF son más “intensivas” en empleo que las ENF y, como resultado, sus ventas por persona empleada son comparativamente inferiores (Gallo y Estapé, 1992).

Sin embargo, como también puede observarse en las distribuciones normales de estas tres dimensiones, en las que no se encuentran desplazamientos importantes de los promedios, las EF están “presentes” en todos los niveles, demostrando de esta forma que al estar agrupadas en todas las categorías de manera similar a las ENF, bastantes de ellas alcanzan los valores más elevados de la dimensión de que se trata. Este hecho conduce a pensar en la conveniencia de descubrir razones para estas diferencias, entre las que, probablemente, además de la ya indicada “resistencia” al crecimiento, estará la tendencia de la EF a nacer y pervivir con determinados sectores de actividad empresarial, en los que, al menos por el presente, no es necesario alcanzar grandes tamaños para situarse entre los primeros o para competir adecuadamente.

Un punto importante, y poco estudiado hasta ahora, es la diferencia que aparece entre las EF y las ENF en relación con los tipos de contratos de personas que emplean. En efecto, de acuerdo con la información aportada por la Tabla 5, que hace referencia al total de personas empleadas por las empresas de la muestra, las EF tienden a utilizar en mayor proporción los tipos de contrato que dan lugar a menores riesgos en relación con la rigidez laboral, como son los contratos “fijo discontinuo”, “prácticas”, “temporal”, etc.

Tabla 5. Tipos de contrato
(Total de personas)

Tipo de contrato	EF		ENF	
	Número de empleados	Porcentaje	Número de empleados	Porcentaje
Indefinido	30.577	70,90	100.550	87,20
Fijo discontinuo	5.328	12,30	3.730	3,20
Otros	7.240	16,80	11.079	9,60
Total empleados	43.145	100	115.359	100

De acuerdo con los datos de la Tabla 6 y con la información aportada por los histogramas y las distribuciones, es de resaltar la diferencia en el promedio de personas con “contrato indefinido”, 25% inferior en las EF y diferencia estadísticamente significativa, que donde más se produce es en las EF de mayor tamaño. Asimismo, se observa cómo las EF pequeñas son las que tienden a utilizar en mayor proporción el tipo de contrato “fijo discontinuo” (1).

Tabla 6. Tipos de contratos
(Personas por empresa)

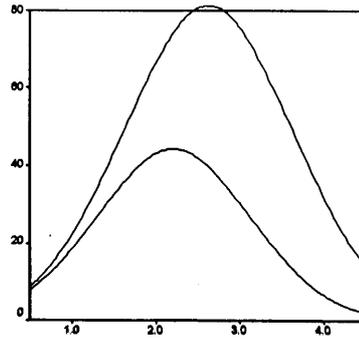
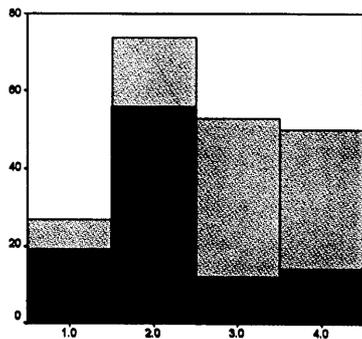
Tipo de contrato	EF		ENF	
	Promedio	Porcentaje	Promedio	Porcentaje
Indefinido*	315	55	526	73,7
Fijo discontinuo	140	24	86	12,1
Otros	119	21	101	14,2

* Estadísticamente significativa, con un grado de confianza donde $p < 0,01$.

(1) Habría sido interesante poder conocer con precisión los sectores de actividad de las empresas, para ver en cuáles operaban unas y otras. Desgraciadamente, las respuestas a los cuestionarios no siguieron el Código Nacional de Actividades Empresariales, haciendo imposible un análisis preciso.

Contrato indefinido

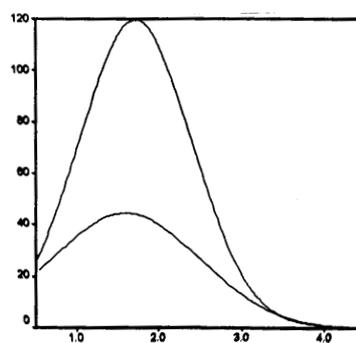
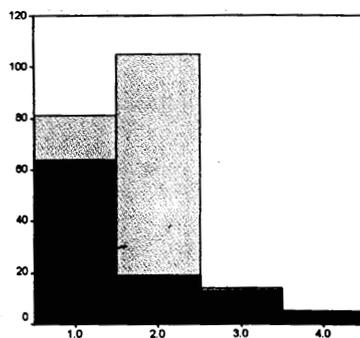
Contrato indefinido	Número de respuestas	Desviación estándar	Promedio
EF	101	0,91	2,2
ENF	204	1,00	2,6



Contrato indefinido	< 50	50 – 250	250 – 500	>500
	1	2	3	4

Contrato fijo discontinuo

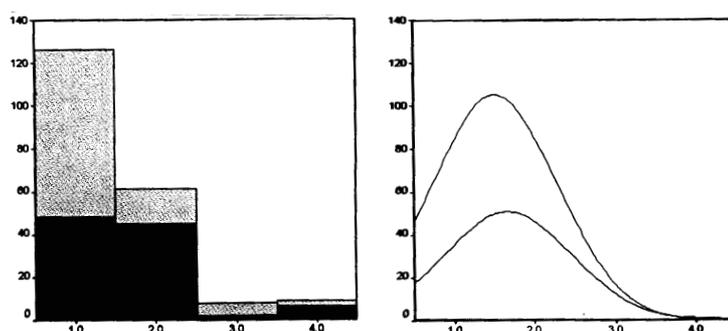
Contrato fijo	Número de respuestas	Desviación estándar	Promedio
EF	101	0,90	1,6
ENF	204	0,68	1,7



Contrato fijo discontinuo	< 50	50 – 250	250 – 500	>500
	1	2	3	4

Otros contratos

Otros contratos	Número de respuestas	Desviación estándar	Promedio
EF	101	0,79	1,7
ENF	204	0,77	1,5



Otros contratos	< 50	50 – 250	250 – 500	>500
	1	2	3	4

Estos hechos pueden ser debidos a varias razones. Una de ellas podría ser que las EF operen con mayor frecuencia que las ENF en sectores con temporadas altas y bajas de actividad, como pueden ser el turístico, agrícola y textil, lo cual también ayudaría a explicar la mayor utilización por parte de las EF pequeñas del contrato “fijo discontinuo”. Algo similar se produciría en el caso de que las EF trabajaran como empresas de tercer o cuarto “escalón” en la cadena proveedora de un importante fabricante final, como podría ser en el sector del automóvil.

Sin embargo, no se puede perder de vista, por la importancia que tiene para comprender mejor el proceso de desarrollo de las EF, que otra razón puede consistir en que las EF actúen con una mayor aversión a los riesgos que acompañan al crecimiento, como es el riesgo de hacer “contratos indefinidos” cuando la reglamentación sobre la terminación de las relaciones laborales vigente en el país es muy rígida.

Como puede verse en la Tabla 7, en relación con el tamaño y la estructuración del capital social, se encuentran importantes diferencias entre las EF y las ENF de la muestra. En primer lugar, el promedio de capital social de las EF es muy inferior al de las ENF (en un 65%), resultando, además, que esta diferencia es estadísticamente significativa. En esta tan elevada diferencia pueden estar influyendo muchos hechos, por ejemplo, tal y como se indicó anteriormente, que el conjunto de EF en esta muestra es de menor tamaño que el de las ENF; asimismo, que las EF acostumbran a estructurar sus activos y pasivos separando las empresas “operativas” de las “patrimoniales”, y también que son empresas que tienden a operar en sectores de menor “intensidad” de capital. Sin embargo, además de tener en cuenta todas estas razones, no se puede perder de vista la resistencia que se encuentra en los propietarios de EF a abrir su capital a terceros, con la influencia que ello tiene en el crecimiento del capital social, y con la posible consecuencia de no disponer a tiempo de recursos económicos suficientes para acometer proyectos importantes de desarrollo e implantarlos con rapidez.

En segundo lugar, como era de esperar, el número promedio de accionistas de la EF también es bastante inferior (en un 39%), siendo por otra parte probable que el elevado número de ENF (147) de esta muestra que sólo tienen de uno a diez accionistas, se deba a que forman parte de un holding o son sociedades filiales de dos o más empresas importantes con múltiples accionistas.

Tabla 7. Tamaño y estructura del capital social

	EF		ENF	
	Promedio	Desviación estándar	Promedio	Desviación estándar
Capital social* (en millones de euros 2001)	9,22	24,94	26,57	54,82
Número de accionistas*	19		31	

Número de accionistas	Número de respuestas	Porcentaje	Número de respuestas	Porcentaje
1 a 10	71	70,3	147	72,1
1 a 20	12	11,9	4	2,0
21 a 50	7	6,9	5	2,5
51 a 100	1	1,0	6	2,9
>100	10	9,9	42	20,5
Total	101	100	204	100

* Estadísticamente significativa con un grado de confianza $p < 0,01$.

La información sobre algunas características de los accionistas de ambos tipos de empresas se muestra en la Tabla 8. Como se observa, son muy pocas las EF que tienen socios financieros, en comparación con las ENF; por otra parte, los porcentajes de propiedad de estos socios financieros en las EF oscilan entre el 7 y el 25%, mientras que en las ENF, en la mayoría de los casos, su participación es superior al 50% del capital. Como es natural, es muy superior el porcentaje de EF cuyo capital es propiedad de los miembros del consejo de administración, resultando esta diferencia con las ENF estadísticamente significativa. Por otra parte, tal y como se observa en el histograma, entre el 80 y el 90% de las EF de la muestra, los miembros del consejo de administración poseen la mayoría del capital, de aquí que sea lógico pensar que la influencia de este órgano de gobierno de la EF debería ser definitiva para el desarrollo de estas empresas.

Como puede observarse en esta misma Tabla 8, son sólo ocho las EF que cotizan en bolsa. Según la información obtenida por Mahéroult (1998) al analizar EF francesas que están en bolsa, éstas tienen una plantilla superior a las 500 personas, situación que en la muestra de EF españolas se produce en 26 empresas. Estos datos añaden evidencia a la afirmación hecha

por diferentes investigadores (Smyrniotis, Romano y Tanewski, 1998; Poutziouris, Chittenden y Michaelas, 1998) sobre la resistencia de las EF a acudir a los mercados de valores (1).

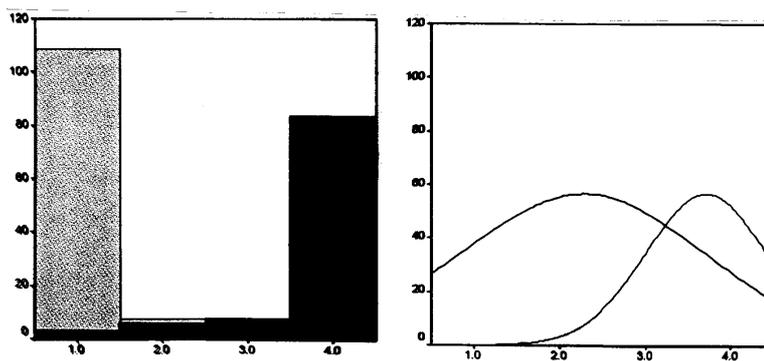
Tabla 8. Tipos de accionistas

Tipos de accionistas	EF Número de empresas (porcentaje)	ENF Número de empresas (porcentaje)
1. Socios financieros		
1.1. Bancos	4	17
2.2. Instituciones* financieras	2 2	5 12
2. Miembros del CA*	91	59
3. Otros directivos	14	9
4. Cotiza en bolsa	8	10

* Estadísticamente significativa con un grado de confianza $p < 0,01$.

Propiedad del consejo de administración

Propiedad CA	Número de respuestas	Desviación estándar	Promedio
EF	101	0,71	3,7
ENF	204	1,43	2,3



Propiedad capital del CA	0 – 25	25 – 50	50 – 75	75 – 100
	1	2	3	4

(1) Por otra parte, al analizar los volúmenes de negociación de las EF españolas que cotizan en bolsa, se observa que tienen una escasa relevancia, lo cual ayuda a pensar en la utilización de la bolsa para fines distintos (por ejemplo, fiscales, fijando el precio de la acción) que los habituales en las ENF.

Como puede observarse en la Tabla 9 y en los correspondientes histogramas y distribuciones, las EF alcanzan rotaciones muy superiores del capital social, al mismo tiempo que generan un mayor nivel de empleo en relación con dicho capital social. Esta información, tan significativa a la hora de pensar en la generación de puestos de trabajo, sin embargo, no debe interpretarse sin tener en cuenta otros hechos ya comentados, como son que las EF tienden a situarse en sectores menos intensivos en capital y que acostumbran a estructurar sus activos y pasivos separando empresas “operativas” de empresas “patrimoniales”, por lo que las EF operativas pueden actuar con un menor capital social.

Tabla 9. Ventas y empleo según el capital social

	EF	ENF
Ventas*	105,86	175,08
Capital	9,22	33,93
	= 11,48	= 5,16
Capital*	9,22	33,93
Empleo	469	622
	= 0,019	= 0,055
Empleo	469	622
Capital*	9,22	33,93
	= 50,86	= 18,33

* Valores en millones de euros 2001.

La internacionalización de las EF es un punto hasta ahora poco investigado (Gallo y Cappuyns, 1996), pero que, sin embargo, tiene una gran importancia dada la intensificación de la globalización y la ampliación del mercado español al de la Unión Europea. La información aportada por la Tabla 10 añade evidencia a datos encontrados en investigaciones anteriores (Gallo y García Pont, 1993), en el sentido de que el nivel de exportación del conjunto de las EF es similar al de las ENF.

Al mismo tiempo, se observa que en esta muestra también son similares los porcentajes de la inversión total que está situada fuera de España, así como la asignación de estas inversiones a actividades de “distribución” o de “operaciones” (véanse histogramas y distribución), dado que las diferencias que se observan en la Tabla 10 no son estadísticamente significativas.

Sin embargo, al hacer estas comparaciones, dado que la muestra corresponde a grandes empresas, no se debe perder de vista la posibilidad de que en 1995 algunas de las ENF fueran filiales de multinacionales orientadas por su empresa madre a atender exclusivamente el mercado español.

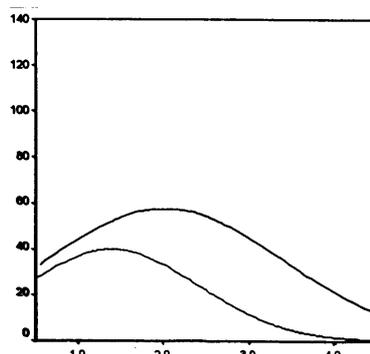
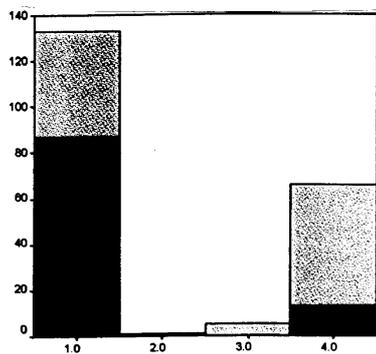
**Tabla 10. Internacionalización
(A 31 de diciembre de 1995)**

	EF (Porcentaje)	ENF (Porcentaje)
Porcentaje de ventas fuera de España	17	18
Porcentaje de la inversión total de la empresa situada fuera de España	4,4	4

Inversión en el extranjero	EF (Porcentaje)	ENF (Porcentaje)
– Sólo destinada a “distribución”	37,5	45,7
– Sólo destinada a “operaciones” de producción	37,5	34,3
– Mixta: “operaciones de distribución y de producción”	25	20

Inversión en producción

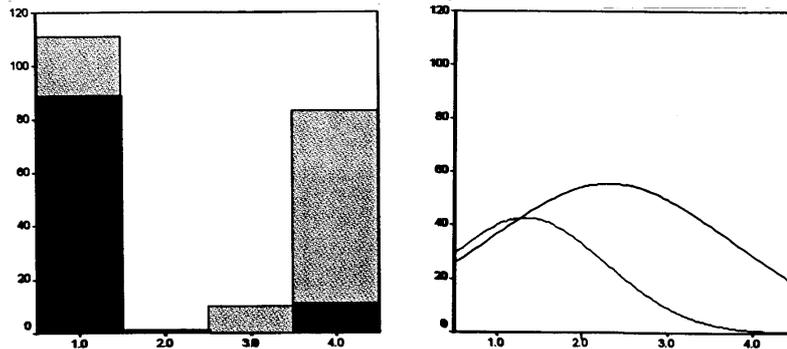
Inversión en producción	Número de respuestas	Desviación estándar	Promedio
EF	101	1,01	1,4
ENF	204	1,41	2,0



Inversión en producción	0 – 25	25 – 50	50 – 75	75 – 100
	1	2	3	4

Inversión en distribución

Inversión en distribución	Número de respuestas	Desviación estándar	Promedio
EF	101	0,94	1,3
ENF	204	1,46	2,3



Inversión en distribución	0 – 25	25 – 50	50 – 75	75 – 100
	1	2	3	4

4. Comparación de ratios financieros de las EF y ENF de la muestra

Una vez analizadas las dimensiones de “antigüedad”, “ventas”, “empleo”, “capital social” e “internacionalización”, y comentadas las principales diferencias entre las EF y ENF que en ellas se dan, en este apartado se compararán las “políticas y resultados financieros” de ambos tipos de empresas, también con la intención de abrir caminos para comprender mejor las razones de la actuación de las EF.

En la Tabla 11 se presentan datos promedios de los ratios financieros. Dada la frecuencia con la que las EF aportaban, al menos en los años inmediatamente anteriores a 1995, los inmuebles a otras sociedades “patrimoniales”, el cuestionario indicaba explícitamente que los ratios se calcularan incorporando los valores inmobiliarios, y que los activos se consideraran a valor contable no ajustado, así como que en la cifra de “recursos ajenos” no se incorporaran los “proveedores”.

Tabla 11. Ratios financieros

	EF		ENF	
	Promedio	Desviación estándar	Promedio	Desviación estándar
Rentabilidad/recursos propios	18,90	15,62	23,40	31,72
Rentabilidad/ventas	5,24	4,81	6,30	8,84
Activo total/recursos propios**	3,71	2,99	7,20	16,40
Ventas/activo total*	2,31	3,92	1,64	1,46
BAlI/intereses totales	6,96	14,01	7,70	16,09
Recursos ajenos/recursos propios*	1,55	1,89	2,93	5,52
Amortizaciones acumuladas/activo inm.	4,19	12,14	5,50	14,55
Dividendos = porcentaje benef. (1993)**	9,71	18,46	19,17	33,75
Dividendos = porcentaje benef. (1994)*	10,65	17,23	20,29	30,02
Dividendos = beneficios (1995)**	13,34	18,98	21,80	29,54

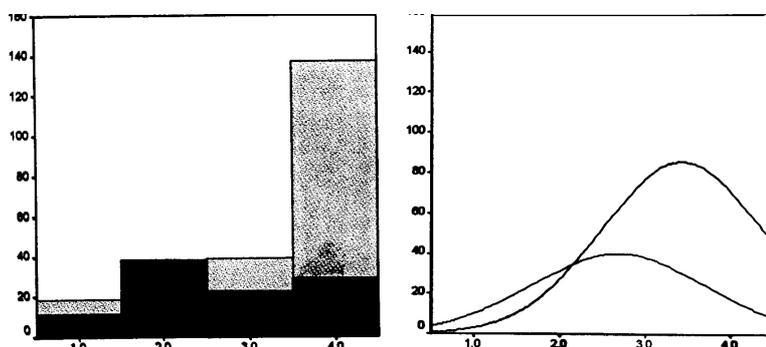
* Estadísticamente significativa con un grado de confianza $p < 0,01$.

** Estadísticamente significativa con un grado de confianza $p < 0,05$.

El promedio de la “rentabilidad sobre recursos propios”, calculado antes de impuestos, resulta superior en las ENF, y aunque la diferencia de las cifras promedio no resulte estadísticamente significativa (1), como puede observarse en el histograma y en la distribución correspondiente, hay un número superior de ENF en el intervalo de mayor rentabilidad. En este sentido, no se puede perder de vista que esta rentabilidad es crítica para atraer recursos permanentes y, por tanto, para financiar proyectos de crecimiento.

Rentabilidad/Recursos propios

Rentabilidad/ Recursos propios	Número de respuestas	Desviación estándar	Promedio
EF	101	1,01	2,7
ENF	204	0,95	3,4



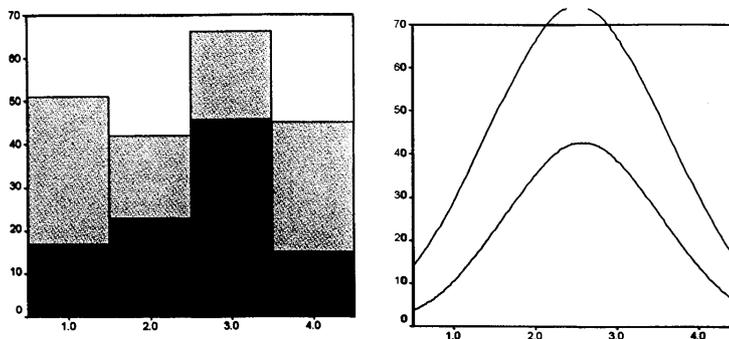
Rentabilidad/ Recursos propios	< 5	5 – 15	15 – 25	25<
	1	2	3	4

(1) Esta diferencia sí resultó significativa en la investigación de Poutziouris, Chittenden y Michaelas (1998).

Por su parte, la “rentabilidad sobre ventas”, también calculada antes de impuestos, resulta prácticamente igual en ambos tipos de empresas, tanto en cuanto a las cifras promedio como en las distribuciones.

Rentabilidad/Ventas

Rentabilidad/ Ventas	Número de respuestas	Desviación estándar	Promedio
EF	101	0,94	2,6
ENF	204	1,09	2,5



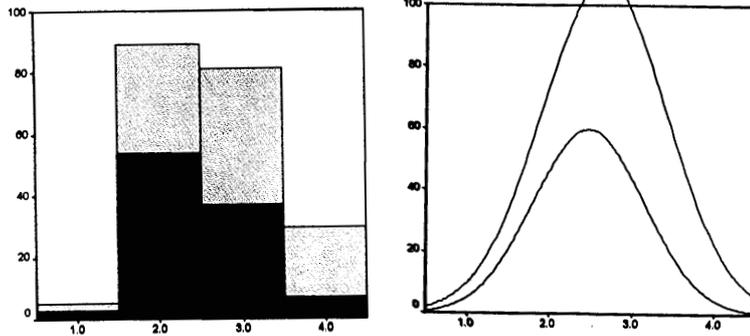
Rentabilidad/ Ventas	< 1	1 – 3	3 – 10	10<
	1	2	3	4

La cifra promedio del “apalancamiento”, o ratio “activo total sobre recursos propios”, es notablemente inferior en las EF (en un 35%), resultando además esta diferencia estadísticamente significativa. Como es natural, dada la estrecha relación entre el “apalancamiento” (pasivo total/recursos propios) y el “endeudamiento” (recursos ajenos sin proveedores/recursos propios), la cifra promedio de este segundo ratio es también bastante inferior en las EF (en un 47%), siendo también esta diferencia estadísticamente significativa.

Sin embargo, el análisis de los histogramas y distribuciones, en los que las diferencias entre EF y ENF ya no son tan llamativas, conducen a insistir en la conveniencia de profundizar en aquellos grupos en los que las diferencias en porcentaje de EF y ENF son muy distintas (por ejemplo, los grupos “de 10 en adelante” y “de inferior a 1”), para conocer mejor las características de las empresas que los conforman y comprender, en el caso de ratios elevados, por qué las EF tienen dificultades para formar parte de ellos, así como para identificar algunas cualidades de las EF que menos se endeudan, como, por ejemplo, su antigüedad, generación, composición del capital, estructura de gobierno, etc.

Activo total/Recursos propios

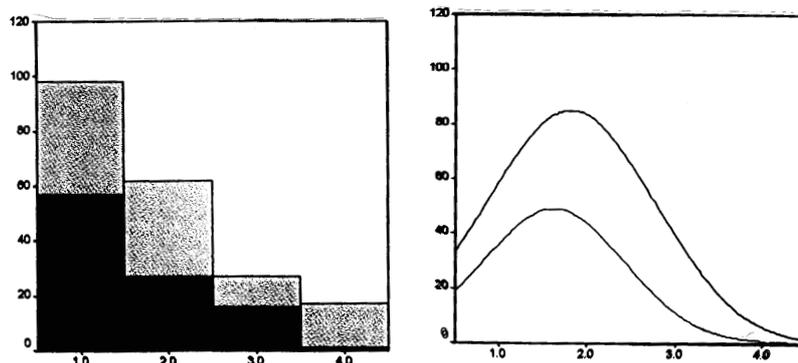
Activo total/ Recursos propios	Número de respuestas	Desviación estándar	Promedio
EF	101	0,67	2,5
ENF	204	0,75	2,7



Activo total/ Recursos propios	< 1	1 – 3	3 – 10	10 <
	1	2	3	4

Recursos ajenos/Recursos propios

Recursos ajenos/ Recursos propios	Número de respuestas	Desviación estándar	Promedio
EF	101	0,79	1,6
ENF	204	0,96	1,8

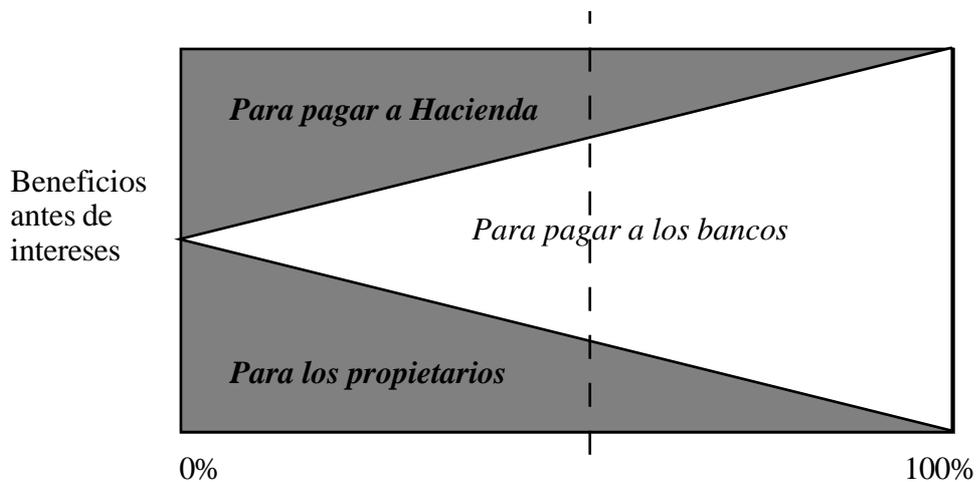


Recursos ajenos/ Recursos propios	< 1	1 – 3	3 – 10	10<
	1	2	3	4

El menor nivel de endeudamiento de las EF, como se indicó en la Introducción, se ha identificado ya en varias ocasiones, y se ha hecho en grupos de EF de distintas nacionalidades. Entre las razones más frecuentemente citadas para explicarlo, están la aversión al “riesgo

financiero”, el riesgo de deber dinero a los bancos por parte de los propietarios, y las recomendaciones de prudencia, es decir, de “no endeudarse más”, que reciben de las instituciones financieras que les han prestado dinero, así como, en algunos casos, la resistencia de los bancos a conceder créditos a determinados tipos de EF.

Por otra parte, en la toma de la decisión de un mayor endeudamiento influye mucho quién es la persona que decide, pues es posible que un directivo no miembro de la familia y un directivo propietario tengan reacciones distintas frente al hecho de que, según cuál sea el nivel de endeudamiento, una mayor o menor parte de los beneficios que consiga la EF deban destinarse a pagar a los bancos, como se observa en el siguiente gráfico, en el que se supone una igualdad de beneficios antes de intereses para distintos niveles de endeudamiento.



Intereses totales como porcentaje del beneficio antes de intereses e impuestos

También es probable que tengan reacciones distintas dos propietarios con edades, niveles de estudios y de experiencia en trabajar con deuda bancaria muy diferentes (Poutziouris, Chittenden y Michaelas, 1998).

Sin embargo, es de sobras conocida la conveniencia de un nivel de apalancamiento adecuado. El apalancamiento ayuda a mejorar la rentabilidad sobre los recursos propios, pues la deuda tiene un coste inferior a los recursos propios, por estar asumiendo un menor nivel de riesgo, y a su vez es deducible de impuestos, por lo cual resulta más atractiva para financiar las operaciones.

Sin embargo, a la hora de tomar la decisión de endeudarse, hay que tener en cuenta el efecto que esta decisión tiene sobre, al menos, los dos aspectos siguientes.

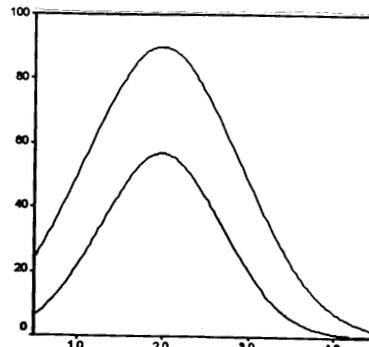
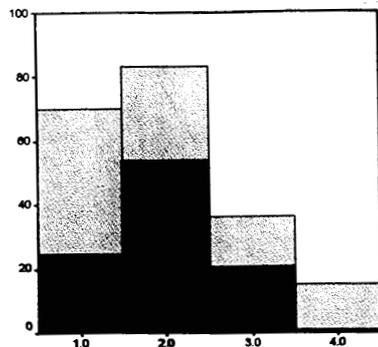
El primer aspecto es el riesgo financiero en que se incurre, que se puede medir a través de la relación de cobertura de intereses (beneficio operativo/intereses totales). Además de los intereses, debe también tenerse en cuenta la obligación de la devolución del principal de la deuda.

El segundo aspecto es la posible pérdida de libertad en las políticas de la empresa, que podrían verse coartadas por las restricciones impuestas por los bancos acreedores. También debe tenerse en cuenta la flexibilidad de la estructura financiera resultante, pues niveles exagerados de deuda podrían limitar el acceso a futuras fuentes de financiación.

El promedio del ratio “ventas/activo total”, también calculado antes de impuestos, resulta ser bastante inferior en las ENF (en un 29%), siendo la diferencia estadísticamente significativa (Tabla 11). Esta circunstancia, que a primera vista podría conducir a pensar que las EF son más eficientes que las ENF, es decir, que son capaces –con un menor volumen de activos– de lograr un mayor volumen de rentas, dado que el promedio de su ratio de rentabilidad sobre ventas es similar al de las ENF y el de su rentabilidad sobre recursos propios es inferior, esta circunstancia, pues, tiene que deberse a otros tipos de razones, como, por ejemplo, que las EF tienden a tener un menor nivel de integración vertical hacia atrás que las ENF que operan en el mismo sector, que tienden a estar en sectores que precisan de un menor volumen de activos por sus inversiones en inmovilizado o en circulante, o que las EF tienen un menor grado de diversificación sectorial, concentrándose en uno o pocos negocios.

Ventas/Activo total

Ventas/ Activo total	Número de respuestas	Desviación estándar	Promedio
EF	101	0,71	2,0
ENF	204	0,90	2,0

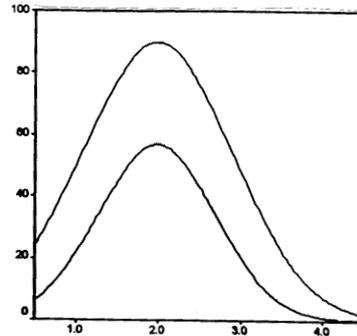
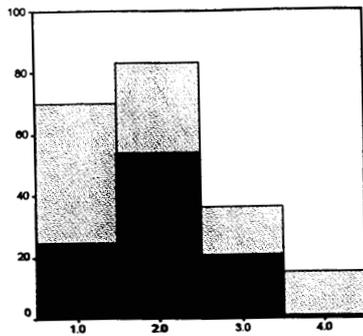


Ventas/ Activo total	< 1	1 – 2	2 – 4	4 <
	1	2	3	4

El ratio de cobertura, “beneficio antes de intereses e impuestos/intereses totales”, presenta una elevada semejanza entre ambos tipos de empresas, tanto en los promedios como en los histogramas y las distribuciones, pudiéndose aventurar de nuevo la idea de que si las EF tuvieran intención de endeudarse, porque dispusieran de buenos proyectos para invertir, al nivel que se endeudan las ENF, alcanzarían unos beneficios superiores sobre sus recursos propios.

BaII/Intereses totales

BaII/ Intereses totales	Número de respuestas	Desviación estándar	Promedio
EF	101	0,90	2,5
ENF	204	1,09	2,5

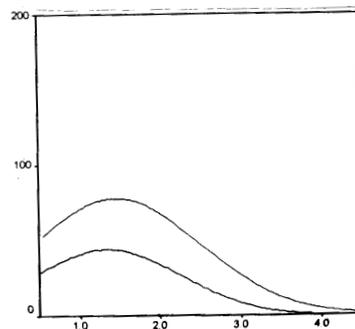
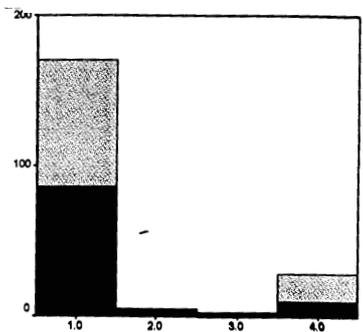


BaII/Intereses totales	< 1	1 – 3	3 – 10	10<
	1	2	3	4

El ratio de antigüedad de los activos, “amortización acumulada/activo inmovilizado”, presenta una elevada semejanza, tanto en los promedios como en los histogramas y las distribuciones.

Amortización acumulada/Activo inmovilizado

Amortización acumulada/ Activo inmovilizado	Número de respuestas	Desviación estándar	Promedio
EF	101	0,91	1,3
ENF	204	1,05	1,5



Amortización acumulada/Activo inmovilizado	< 1	1 – 3	3 – 10	10<
	1	2	3	4

En relación con los dividendos, como puede observarse en la anterior Tabla 11, los promedios del porcentaje de beneficios repartido como dividendos son claramente diferentes en ambos tipos de empresas (49% inferior en las EF en 1993; 48% inferior en 1994, y 33% inferior en 1995), resultando que estas diferencias son además estadísticamente significativas.

Al igual que ocurre con el “endeudamiento”, sería conveniente profundizar en las características de las EF que reparten menos dividendos, pues esta manera de actuar, que puede ser la más adecuada en circunstancias de *necesidades de fondos para el crecimiento*, puede hacer que la EF resulte menos atractiva para propietarios miembros de la familia que no trabajan en ella, y que debido a esta ausencia de atractividad, estos propietarios terminen creando uno de los problemas más graves de la EF, el de la falta de unidad de los miembros de la familia y las luchas entre ellos. Asimismo, también puede hacer que la EF resulte menos atractiva para posibles futuros socios financieros o de otro tipo, que se mostrarán reacios a participar en minoría en una empresa que mantiene la política de repartir sólo una parte pequeña de sus beneficios.

En este sentido, no se puede perder de vista que en la EF con uno o pocos propietarios, con frecuencia, los bancos que les proporcionan endeudamiento son los que les aconsejan no repartir dividendos y mantener una política “prudente”, con un desarrollo moderado, de las actividades (1). En términos generales, se puede afirmar que si las EF siguen este consejo, los bancos tendrán riesgos menores en la recuperación de su dinero, pero también se puede afirmar que muchas de estas EF terminarán sin deudas pero operando en negocios maduros, cada vez menos atractivos para los eventuales socios y, por tanto, con dificultades para su evolución y con problemas de supervivencia cada vez más elevados.

En la comparación de los promedios de los valores porcentuales de las principales partidas de la cuenta de resultados, que se presenta en la Tabla 12, se han encontrado diferencias estadísticamente significativas entre las EF y las ENF en los correspondientes a los “Gastos generales” y de la “Amortización”.

Tabla 12. Cuenta de resultados

	EF		ENF	
	Promedio	Desviación estándar	Promedio	Desviación estándar
Consumo de explotación (materias primas y energía)	58,30	23,16	57,65	28,70
Gastos generales** (excluidos los salarios)	14,8	10,40	17,64	66,08
Personal (saldos salarios y gastos sociales)	28,31	131,68	23,32	59,23
Amortizaciones**	2,81	2,37	4,93	13,02
Intereses	2,46	2,13	5,61	26,42

** Estadísticamente significativa con un grado de confianza $p < 0,05$.

(1) Smyrnios, Romano y Tanewski (1998) han encontrado una relación significativa entre el hecho de no repartir dividendos y el nivel de crecimiento de las empresas.

Sin embargo, en relación con los “Gastos generales sobre ventas”, con un valor medio inferior del 16% en las EF, la información aportada por la Tabla 13, en la que se encuentra la descomposición, en ambos tipos de empresas, según los distintos niveles de porcentaje de “Gastos generales”, hace ver lo poco adecuadas que resultan afirmaciones del tipo de «las EF tienen menos gastos generales», y lo conveniente que resulta profundizar en el análisis de este punto en grupos de EF y ENF que realmente sean comparables por las características de sus actividades.

Tabla 13. Gastos generales sobre ventas
(Porcentaje de empresas de la muestra en cada grupo)

Nivel de gastos generales	EF	ENF
<5	16	23
5 – 9,9	20	26
10 – 19,9	36	33
20 – 49,9	27	14
> 50	1	4

Dado que en el cuestionario se pedía excluir de los “Gastos generales” todo tipo de salarios y que, por otra parte, la pregunta hecha a las EF sobre «qué porcentaje de los “Gastos generales” puede considerarse como el coste de “ventajas” disfrutadas por los accionistas» da como valor promedio el 1,63%, el menor valor medio “real” (1) del porcentaje de los gastos generales se deba probablemente a puntos como, por ejemplo, menores alquileres de activos, inferior adquisición a terceros de investigación y desarrollo, menor publicidad y propaganda, menor compra de consultoría, etc. En la medida en que ello no dé lugar a un debilitamiento futuro de la empresa, por ser estos gastos realmente innecesarios, la contención de los “Gastos generales” no perjudicará a las EF; pero si no es así, la “reducción” de estos gastos dará lugar a una menor capacidad de evolución y desarrollo futuro de la empresa, y obligarán a hacer importantes inversiones futuras para ponerse al día en informática, marketing, etc.

En relación con la “Amortización”, con un valor medio inferior del 43% en las EF, la información aportada por la Tabla 14, en la que se encuentra la descomposición de ambos tipos de empresas según los distintos niveles del porcentaje de “Amortización”, y en la que se observa el mayor número de ENF con porcentajes de amortización superiores al 5%, contribuye a pensar que el menor valor medio de amortización se puede deber a que las EF están menos integradas en vertical y en sectores de menor intensidad de capital.

(1) Gastos generales: 17,64% (ENF) – 14,80% (EF) + 1,63% («ventajas» en EF) = 4,47%.

Tabla 14. Nivel de amortización
(Porcentaje de empresas de la muestra)

Nivel de amortización	EF	ENF
<1	24	22
1 – 2,9	32	32
3 – 4,9	25	17
>5	19	29

Un último comentario, en relación con los ratios financieros, hace referencia a la posible influencia del director financiero de la empresa. De acuerdo con la información aportada por la Tabla 15, es difícil pensar en esta influencia, pues la única diferencia estadísticamente significativa en las “características del director administrativo financiero” es una antigüedad promedio ligeramente superior en las EF (13%), diferencia, por otra parte, que no es de extrañar dada la mayor antigüedad de las EF de la muestra.

Las otras características de “nivel de estudios”, “posición en el organigrama” e “influencia en las decisiones estratégicas”, resultan similares en los dos tipos de empresas. Similitud, por otra parte, que tampoco es de extrañar, pues se trata, en ambos casos, de empresas importantes y, además, solamente en el 19% de las EF el director administrativo financiero es un miembro de la familia.

Tabla 15. Características del director administrativo financiero

Nivel de estudios	EF	ENF
Estudios secundarios	3,2	3,4
Diplomatura	19,4	17,6
Universitarios	61,3	60,2
Posgrados	16,1	18,8
Total	199	199

Nivel en el organigrama	EF	ENF
Primero	14,74	14,10
Segundo	60	58,10
Tercero	25,26	27,80
Total	100	100

Influencia en decisiones

Influencia en decisiones	EF	ENF
Baja	2,10	3,60
Media	25,53	22,60
Alta	51,10	48,70
Muy alta	21,27	25,10
Total	100	100

5. Comparación de datos relacionados con el crecimiento logrado y con el crecimiento previsto por la empresa

Las dos últimas secciones del cuestionario estaban destinadas a comparar los crecimientos reales conseguidos por ambos tipos de empresas en los años 1994 y 1995, y los crecimientos previstos para los dos siguientes ejercicios (1996 y 1997), en sus actividades nacionales e internacionales.

De acuerdo con la información aportada por la Tabla 16, correspondiente a los crecimientos reales en 1994 y 1995, si bien no se ha encontrado que las diferencias entre ambos tipos de empresas sean estadísticamente significativas (1), añade evidencia a afirmaciones repetidamente hechas en el sentido del menor nivel de crecimiento que tienen las EF en “Ventas”, tanto nacionales como internacionales, y en “Recursos propios”.

Tabla 16. Crecimientos reales: años 1994 y 1995
(Base 100, año 1993)

1 – Actividades nacionales

Nacional	EF Promedio	ENF Promedio	EF/ENF
Ventas 1994	112,08	113,32	1,01
Activos 1994	106,96	112,60	1,05
Recursos propios 1994	109,25	149,30	1,37
Beneficios 1994	206,02	241,53	1,17
Ventas 1995	128,04	135,99	1,06
Activos 1995	117,82	119,39	1,01
Recursos propios 1995	128,21	153,29	1,20
Beneficios 1995	288,79	298,35	1,03

2 – Actividades internacionales

Internacional	EF Promedio	ENF Promedio	EF/ENF
Ventas 1994	124,01	154,76	1,25
Activos 1994	100,25	100,30	1,00
Recursos propios 1994**	107,73	79,50	0,74
Beneficios 1994	269,52	122,57	0,45
Ventas 1995	159,98	179,90	1,12
Activos 1995	120,48	132,58	1,10
Recursos propios 1995	155,73	93,40	0,60
Beneficios 1995	103,66	151,35	1,46

** Estadísticamente significativa con un grado de confianza $p < 0,05$.

(1) La única diferencia estadísticamente significativa es el “Crecimiento de recursos propios” en actividades internacionales en 1994.

En la información aportada por la Tabla 17, correspondiente a datos previsionales para 1996 y 1997, si bien ninguna diferencia resulta ser estadísticamente significativa, indica tendencias similares, aunque se observa una mayor intención de internacionalización de las EF en el medio plazo. Lo cual no es de extrañar, dada la rápida aproximación a fechas clave para la total implantación del mercado de la Unión Europea, y las posibles características de las ENF que se comentaron al tratar la dimensión “internacionalización”.

Tabla 17. Crecimientos reales: años 1996 y 1997
(Base 100% en las cifras correspondientes a 1993)

1 – Actividades nacionales

Nacional	EF Promedio	ENF Promedio	EF/ENF
Ventas 1996	128,65	141,89	1,10
Activos 1996	123,34	130,58	1,06
Recursos propios 1996	151,96	173,16	1,14
Beneficios 1996	377,91	367,27	0,97
Ventas 1997	139,95	150,60	1,08
Activos 1997	129,87	132,18	1,02
Recursos propios 1997	170,77	166,43	0,97
Beneficios 1997	408,22	398,84	0,98

2 – Actividades internacionales

Internacional	EF Promedio	ENF Promedio	EF/ENF
Ventas 1996	175,42	190,55	1,09
Activos 1996	134,79	156,19	1,16
Recursos propios 1996	185,14	116,53	0,63
Beneficios 1996	131,93	178,89	1,36
Ventas 1997	334,97	240,62	0,72
Activos 1997	207,93	184,82	0,89
Recursos propios 1997	270,86	115,78	0,43
Beneficios 1997	172,50	221,27	1,28

La comparación de la evolución de las inversiones (como porcentaje de la cifra de ventas), tanto en sus cifras reales en 1994 y 1995 como en las previstas para 1996 y 1997, que se muestra en la Tabla 18, en la que tampoco se han encontrado diferencias estadísticamente, ayuda a pensar que si las EF crecen menos en ventas que las ENF, e invierten menos en porcentaje sobre ventas, la inversión final será menor en términos absolutos, con lo que la diferencia en ventas, en lugar de disminuir, tenderá a aumentar.

Esta consideración coincide con los datos encontrados en un estudio realizado sobre las 1.000 empresas españolas de mayor tamaño en 1972, 1982 y 1992 (Gallo, Cappuyns y Estapé, 1995), en el que se identificó que el tamaño medio de las EF en 1972 era el 49% de las ENF, mientras que en 1992 era sólo del 45%.

Tabla 18. Inversiones como porcentaje sobre ventas
(Base 100% en las cifras correspondientes a 1993)

Inversiones		EF Promedio	Desviación estándar	ENF Promedio	Desviación estándar
Reales	Inversiones 1994	125,93	109,60	134,14	742
	Inversiones 1995**	157,17	207,80	159,43	1.324,41
Previstas	Inversiones 1996	140,40	95,25	173,39	1.628,47
	Inversiones 1997	151,39	135,22	156,48	729,03

** Estadísticamente significativa con un grado de confianza $p < 0,05$.

6. Comentarios finales: Lógicas financieras en las EF y sus consecuencias

El análisis realizado en los apartados anteriores ayuda a pensar que puede haber mucho de cierto en las afirmaciones que se presentan en la introducción sobre la existencia de una «lógica financiera peculiar de las EF».

De acuerdo con los principios generalmente aceptados en dirección financiera de empresas, el último objetivo de la función financiera es maximizar el valor de las acciones, que los textos recomiendan medir a través del precio asignado por el mercado.

Pero en la EF, este “valor” no queda únicamente representado por el precio, pues en el “valor” también influyen aspectos tan críticos como transmitir una “tradicción”, ofrecer oportunidades de trabajo a los miembros de la familia y tener la posibilidad de ostentar el poder durante períodos prolongados de tiempo.

El hecho de que el análisis se haya realizado con un grupo de EF que figuran entre las mayores empresas españolas, así como la similitud de características de los directores financieros de estas empresas con las de las ENF, conduce también a pensar que las peculiaridades de estas “lógicas financieras en las EF” no se deben tanto a la falta de conocimientos o de racionalidad técnico-financiera de quienes las dirigen, como a la influencia de las preferencias personales de ellos y de otros miembros de la familia que ostentan el poder en la EF.

Por otra parte, el hecho de no haber encontrado relaciones estadísticamente significativas entre el importante número de dimensiones estudiadas (datos posicionales de la empresa, personas responsables de la dirección financiera, estructura de capital social, internacionalización, ratios financieros, cuenta de resultados, previsiones de crecimiento e inversiones), parece indicar que muchas de estas EF actúan de acuerdo con las características de personalidad de sus fundadores, bien influyendo ellos directamente si todavía viven, bien influyendo a través de una cultura que pervive en sus sucesores (1), en lugar de seguir lo que

(1) Poutziouris, Chittenden y Michaelas (1998) afirman que no se observan cambios de actitud en la dirección financiera de la EF al cambiar la generación. Hecho que no es de extrañar cuando se trata del cambio de primera a segunda generación, pues al producirse este cambio no es frecuente que el poder pase a más de dos o tres propietarios, que, además, son hermanos, y lo habitual es que tengan una edad próxima a los 50 años, en la que las preferencias personales acostumbran a estar ya muy formadas bajo la influencia de la primera generación.

podrían llamarse los patrones de comportamiento estratégicos y financieros “generalmente recomendados y aceptados”, para que una empresa alcance pronto el desarrollo necesario y sobreviva con éxito a las evoluciones del mercado.

Por otra parte, como se ha ido viendo repetidamente en las páginas anteriores, al mismo tiempo que hay EF que siguen esta “lógica financiera peculiar”, también hay muchas EF que siguen la misma lógica que las ENF, resultando comparables a ellas e incluso superándolas en las diversas dimensiones de comportamiento que se han analizado.

Si los comentarios que a continuación se van a hacer, y que en ningún caso se pueden aplicar a todas las EF –pues la característica a predicar de muchas de ellas es su “excelencia”– reflejaran suficientemente bien la realidad, la expresión “la EF tiene que profesionalizarse”, en el caso de algunas EF importantes, tendría que entenderse como la importante evolución de determinadas preferencias personales de miembros de la familia que ostentan el poder en la empresa o son propietarios significativos; dicho de otra forma, tendría que entenderse como la evolución de una racionalidad psicológica, más influida por sus quereres de lo que debería ser, y que no les permite apreciar en su justo punto las oportunidades, peligros, fortalezas y debilidades de su empresa para generar mayor riqueza económica, hacia una racionalidad técnica que promoviera la adopción de las prácticas generalmente aceptadas en la dirección financiera de empresas.

Las diferencias encontradas en el análisis de las distintas dimensiones indican que las preferencias personales sobre “Crecimiento”, “Riesgo” y “Control de la propiedad” son el principal origen al que se le puede atribuir la existencia e implantación de la “lógica financiera peculiar”.

Como es bien conocido, los recursos económicos para el desarrollo de la empresa proceden de dos fuentes: la autofinanciación (rentabilidad) y la obtención de fondos en los mercados de capital.

En relación con su “Crecimiento”, tal y como se ha identificado, las EF, en comparación con las ENF, como media de edad son más antiguas, y al mismo tiempo tienen promedios de ventas inferiores, es decir, algunas de ellas crecen más despacio o no quieren alcanzar los tamaños que podrían conseguir si emplearan todos los recursos de que pueden disponer. Por otra parte, también parece que las EF destinan un menor porcentaje de sus ventas a gastos para potenciar su desarrollo a medio y largo plazo.

En relación con el “Riesgo”, se ha observado la resistencia que ofrecen algunas EF. Resistencia manifestada a través de un menor uso de la contratación fija del personal y un nivel de endeudamiento bastante inferior al de las ENF.

De manera similar, en relación con el “Control de la propiedad”, se ha visto cómo las EF tienen un promedio de capital social inferior y no tienden a admitir socios tipo instituciones financieras o inversores en bolsa que, lógicamente, no son miembros de la familia.

Unido a los puntos anteriores y, muy posiblemente, consecuencia de alguno de ellos y causa de otros, muchas EF no reparten dividendos y tienen una inferior rentabilidad sobre recursos propios, con lo cual su nivel de atractividad para terceros, e incluso para los miembros de la familia que no trabajan en la empresa, cuyo número acostumbra a incrementarse cada vez que hay un cambio generacional, no es tan grande como debería ser.

De estas EF no se puede afirmar que tengan un auténtico compromiso con el “largo plazo”, como tantas veces se dice sin distinguir las que realmente lo tienen de las que no lo demuestran con hechos, pues la “lógica financiera peculiar” que aplican difícilmente les conducirá a pasar la barrera de lo “pequeño”. Su compromiso, aquello a que se sienten “obligadas” porque el “nombre de la familia está en la puerta de la empresa”, seguramente es con puntos como la “tradición”, la calidad y el servicio, pero no lo es con el crecimiento y la evolución, es decir, con tomar el riesgo de acometer un desarrollo que les permita competir con éxito en el futuro a medio y largo plazo, que les permita mantener un equipo de directivos joven (1) y altamente capacitado.

Aversión a la pérdida de control de la propiedad

Inferior capital social sin admitir socios que no son de la familia

Aversión al riesgo

Menor contratación de personal fijo
Menor endeudamiento



Crecimiento limitado

Mayor antigüedad
Menor tamaño en ventas
Menor tamaño en personal
Menor porcentaje de ventas destinado a gastos para el desarrollo

Frente a esta situación, es oportuno preguntarse: ¿Por qué la aversión de estas EF a la pérdida del control de la propiedad y al riesgo, que les conduce a limitar seriamente su capacidad de crecimiento?

Si las respuestas fueran: Sus directivos-propietarios “no quieren tener que dar cuenta a nadie”, no quieren “ser controlados”, o lo que sus directivos desean es “poder hacer con lo suyo lo que quieren”, o no están en condiciones de “enseñar” la auténtica situación de su empresa, o hace tiempo que no tienen nuevas ideas de negocio... estas EF, con su “lógica financiera peculiar”, se están autoexcluyendo lentamente de poder competir en el futuro, por lo menos en aquellos sectores en los que es necesario el crecimiento, o precisan inversiones de cierta importancia o están en permanente evolución.

Estas EF parecen ser empresas que, después del impulso “inicial” que les hizo y mantuvo fuertes durante un largo período de tiempo, entran en un proceso de debilitamiento que les hará difícil poder sobrevivir en el siguiente cambio generacional.

Para descubrir las auténticas razones de esta “lógica financiera peculiar” es de prever que los análisis estadísticos resulten poco útiles, pues al nacer dichas razones, como

(1) Sin crecimiento, es difícil concebir una empresa que incorpora un número significativo de personas jóvenes.

parece, de las preferencias personales de los directivos y propietarios, será necesario el estudio clínico individual de las empresas y de las personas.

Gracias a este tipo de estudios clínicos se podrán identificar con mayor precisión:

- Cuáles de entre las EF grandes y con suficiente éxito, durante un período prolongado de tiempo, tienen dentro de sí, lo están ya «incubando y desarrollando», el germen de la aversión al riesgo, y la pérdida «parcial» del control de la propiedad.
- En qué circunstancias de tipo generacional, familiar, control accionarial, modos de gobierno y dirección, etc., tiende ello a producirse.
- Qué causas profundas explican mejor su existencia.
- Y, lo que posiblemente es más importante, cómo han actuado y qué remedios han puesto la gran cantidad de EF excelentes que, como se ha visto en el análisis realizado, han sabido superar esta problemática.

7. Bibliografía

- Alcorn, P.B. (1982), «Success and survival in the family owned business», McGraw-Hill.
- Daily, C.M. y M.J. Dollinger (1992), «An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms», *Family Business Review*, vol. V, nº 2.
- Gallo, M.A. (1998), «La sucesión en la empresa familiar», Servicio de Estudios de “la Caixa”.
- Gallo, M.A. y K. Cappuyns (1996), «Los órganos de gobierno en la empresa familiar», Documento de Investigación nº 346, IESE.
- Gallo, M.A., K. Cappuyns y M.J. Estapé (1995), «La continuidad de las empresas familiares», Documento de Investigación nº 290, IESE.
- Gallo, M.A. y M.J. Estapé (1992), «La empresa familiar entre las 1.000 mayores empresas de España», Documento de Investigación nº 231, IESE.
- Gallo, M. A. y A. Vilaseca (1996), «Finance in Family Business», *Family Business Review*, vol. IX, nº 4.
- Gallo, M.A. y A. Vilaseca (1998), «A Financial Perspective on structure, Conduct, and Performance in the Family Firm: An Empirical Study», *Family Business Review*, vol. XI, nº 1.
- Gallo, M.A. y C. García Pont (1989), «La empresa familiar en la economía española», *Papeles de Economía Española*.
- Gallo, M.A. y C. García Pont (1993), «Factores importantes en la internacionalización de la empresa familiar», Documento de Investigación nº 256, IESE.

- Gersick, K., J. Davis, M. Mc Collan e I. Lansberg (1997), «Generation to Generation, Life Cycles of the Family Business», Harvard Business School Press.
- Mahéroult, L. (1998), «Fonction d'investissement des P.M.E. familiales: l'influence de la cotation», presentado a Family Business Network 9th World Conference, París.
- Neubauer, F. y A. Lank (1998), «Family business: Its governance for sustainability», Mac Millan.
- Smyrnios, K., C. Romano y A. Tanewski (1998), «An Exploratory Investigation into the Financing Determinants of FBs», presentado a Family Business Network 9th World Conference, París.
- Poutziouris, P., F. Chittenden y N. Michaelas (1998), «The Financial Affairs of Private Companies», presentado a Family Business Network 9th World Conference, París.
- Tápies, J. (1997), «Buy out con participación de un socio financiero. Un análisis de la situación española, 1989-1997», Documento de Investigación nº 334, IESE.
- Ward, John L. (1991), «Creating effective Boards for Private Enterprises», Jossey-Bass.