



Universidad de Jaén

Escuela de Doctorado

TESIS DOCTORAL



**LA HETEROGENEIDAD DE LA EMPRESA
FAMILIAR Y SU EFECTO SOBRE LA
ESTRUCTURA DE CAPITAL: EL PAPEL DE
LA RIQUEZA SOCIOEMOCIONAL**

**PRESENTADA POR:
MARÍA COMINO JURADO**

**DIRIGIDA POR:
DRA. DÑA. SONIA SÁNCHEZ ANDÚJAR
DRA. DÑA. PURIFICACIÓN PARRADO MARTÍNEZ
DR. D. MACARIO CÁMARA DE LA FUENTE**

**JAÉN, 14 DE JUNIO DE 2021
ISBN**

**LA HETEROGENEIDAD DE LA EMPRESA
FAMILIAR Y SU EFECTO SOBRE LA
ESTRUCTURA DE CAPITAL: EL PAPEL DE
LA RIQUEZA SOCIOEMOCIONAL**

**FAMILY FIRM HETEROGENEITY AND ITS
EFFECT ON THE CAPITAL STRUCTURE:
THE ROLE OF SOCIOEMOTIONAL
WEALTH**

A mis padres

A mi abuela, María

Agradecimientos

Quisiera comenzar este trabajo agradeciendo a todas aquellas personas que, de un modo u otro, me han acompañado a lo largo de estos casi cuatro años.

A mis directores Sonia Sánchez, Purificación Parrado y Macario Cámara. Gracias por darme la oportunidad de formar parte de vuestro equipo, por confiar en mí, por la paciencia y la cantidad de horas dedicadas, y por guiarme, apoyarme y acompañarme en todo momento sin esperar nada a cambio.

También me gustaría agradecer al resto de mis compañeros del Departamento de Economía Financiera y Contabilidad, por su disponibilidad y cariño. A los compañeros de la Universidad de Amberes que tuve la suerte de conocer, especialmente al profesor Marc Deloof, por su acogida y comprensión. Así como al resto de personas con las que he compartido cursos, congresos, seminarios, etcétera. Gracias a todos ellos por haber enriquecido este trabajo con sus comentarios y sugerencias.

Sin duda, el colegio, el instituto y la universidad, además de formarme y hacerme crecer como persona, me dieron uno de los mayores regalos que alguien puede recibir: la amistad. A ellas, mis amigas, gracias por el apoyo incondicional y por creer en mí más de lo que yo misma lo hago.

Y, por supuesto, a mi familia. A mi hermano, por ser mi compañero de vida, en las buenas y en las no tan buenas. A mi madre, por tener siempre esa palabra que necesito en cada momento, y porque sin su esfuerzo y sus ganas de luchar no habría llegado hasta aquí. Y a mi padre, que siempre será la luz más bonita que guía e ilumina mi camino.

Gracias a Dios por el regalo de la vida.

Resumen

La presente tesis doctoral reexamina las decisiones acerca de la estructura de capital de la empresa familiar, aportando nuevas evidencias sobre el efecto que en dichas decisiones ejercen la heterogeneidad y la riqueza socioemocional de este grupo de empresas. En particular, además de los determinantes tradicionales, exploramos la influencia de la implicación familiar en la propiedad, dirección y órgano de administración —individual y conjuntamente—, y de la generación familiar a cargo del negocio. Utilizando la técnica *Partial Least Squares*, nuestros resultados apoyan un mayor nivel de endeudamiento en aquellas empresas que cuentan con un mayor grado de implicación familiar conjunta y que están en manos de la primera generación. De forma individual, la implicación familiar en la propiedad y en el órgano de administración también influyen directamente en el nivel de deuda. Dichos resultados tienen implicaciones prácticas para las empresas familiares, así como para sus relaciones internas y externas.

Abstract

The present doctoral research dissertation reassesses family firm capital structure decisions, providing new evidence concerning the effect of the heterogeneity and socioemotional wealth in these companies on such financing decisions. In particular, in addition to the traditional determinants of capital structure, we explore the influence of the family involvement in ownership, management and board of directors – individually and jointly – and of the generational stage of the business. Using the partial least squares technique, our results support a higher level of debt in those firms with a higher joint family involvement and a lower generational stage – first-generation family firms. Individually, family involvement in ownership and the board of directors also directly influences the level of indebtedness. Consequently, these results have practical implications for family firms, as well as for their internal and external relationships.

Índice

PRIMERA PARTE: INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO I. Introducción	3
I.1. MOTIVACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN	5
I.2. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN	8
I.3. ESTRUCTURA DE LA TESIS DOCTORAL	9
CHAPTER I. Introduction	13
I.1. MOTIVATION OF RESEARCH	15
I.2. OBJECTIVES OF RESEARCH	17
I.3. STRUCTURE OF THE PHD DISSERTATION	19
SEGUNDA PARTE: FUNDAMENTOS TEÓRICOS	21
CAPÍTULO II. Concepto de Empresa Familiar	23
II.1. UNA PRIMERA APROXIMACIÓN AL CONCEPTO DE EMPRESA FAMILIAR	25
II.2. CARACTERÍSTICAS DE LA EMPRESA FAMILIAR	27
II.2.1. EL PAPEL DEL FUNDADOR	28
II.2.2. LA CULTURA ORGANIZATIVA	30
II.2.3. LA CONTINUIDAD GENERACIONAL	33
II.2.4. LA ESTRUCTURA DE DIRECCIÓN Y GOBIERNO	36

II.2.4.1.	<i>Propiedad Familiar</i>	38
II.2.4.2.	<i>Dirección Familiar</i>	39
II.2.4.3.	<i>Órgano de Administración Familiar</i>	40
II.3.	DEFINICIÓN DE EMPRESA FAMILIAR	41
II.4.	HETEROGENEIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR	45
II.4.1.	PRINCIPALES FUENTES DE HETEROGENEIDAD	47
II.5.	LA EMPRESA FAMILIAR EN CIFRAS	49
CAPÍTULO III. Estructura de Capital de la Empresa Familiar		53
III.1.	UNA PRIMERA APROXIMACIÓN A LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA FAMILIAR	55
III.2.	PRINCIPALES ENFOQUES TEÓRICOS	60
III.2.1.	TEORÍA DEL EQUILIBRIO FINANCIERO O <i>TRADE-OFF THEORY</i>	62
III.2.2.	TEORÍA DE LA AGENCIA	63
III.2.3.	TEORÍA DE LA JERARQUÍA DE PREFERENCIAS O <i>PECKING ORDER THEORY</i>	67
III.2.4.	TEORÍA DEL COMPORTAMIENTO PLANEADO	68
III.2.5.	TEORÍA DE LA RIQUEZA SOCIOEMOCIONAL	69
III.3.	FACTORES DETERMINANTES TRADICIONALES	71
III.3.1.	RENTABILIDAD	72
III.3.2.	LIQUIDEZ	73

III.3.3.	TANGIBILIDAD DE LOS ACTIVOS	74
III.3.4.	EDAD DE LA EMPRESA	74
III.3.5.	TAMAÑO EMPRESARIAL	76
TERCERA PARTE: INVESTIGACIÓN EMPÍRICA		79
CAPÍTULO IV. Implicación Familiar y Nivel de Endeudamiento de la Empresa Familiar		81
IV.1.	INTRODUCCIÓN	83
IV.2.	MARCO TEÓRICO E HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN	85
IV.3.	ASPECTOS METODOLÓGICOS	91
IV.3.1.	DEFINICIÓN OPERATIVA DE EMPRESA FAMILIAR	91
IV.3.2.	PROCESO DE OBTENCIÓN DE LA MUESTRA	92
IV.3.3.	DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA	96
IV.3.3.1.	<i>Distribución de la Muestra por Comunidad Autónoma</i>	96
IV.3.3.2.	<i>Distribución de la Muestra por Forma Jurídica</i>	98
IV.3.3.3.	<i>Distribución de la Muestra por Sector Económico</i>	99
IV.3.3.4.	<i>Distribución de la Muestra por Edad</i>	102
IV.3.3.5.	<i>Distribución de la Muestra por Tamaño</i>	105
IV.3.3.6.	<i>Presencia Internacional de las Empresas de la Muestra</i>	106
IV.3.3.7.	<i>Principales Dimensiones de la Implicación Familiar</i>	107

IV.3.3.7.1.	Propiedad Familiar	107
IV.3.3.7.2.	Dirección Familiar	107
IV.3.3.7.3.	Órgano de Administración Familiar	108
IV.3.4.	VARIABLES	110
IV.3.4.1.	<i>Variable Dependiente</i>	110
IV.3.4.2.	<i>Variables Independientes</i>	111
IV.3.4.3.	<i>Variables de Control</i>	111
IV.3.5.	MÉTODO ESTADÍSTICO	113
IV.4.	RESULTADOS EMPÍRICOS	115
IV.5.	DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS	120
CAPÍTULO V. Implicación Familiar en el Órgano de Administración y Etapa Generacional como Fuentes de Heterogeneidad: Impacto en el Nivel de Endeudamiento		123
V.1.	INTRODUCCIÓN	125
V.2.	MARCO TEÓRICO E HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN	127
V.2.1.	IMPLICACIÓN FAMILIAR EN EL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN Y NIVEL DE ENDEUDAMIENTO	127
V.2.2.	ETAPA GENERACIONAL Y NIVEL DE ENDEUDAMIENTO	130
V.3.	ASPECTOS METODOLÓGICOS	132
V.3.1.	DEFINICIÓN OPERATIVA DE EMPRESA FAMILIAR	133
V.3.2.	PROCESO DE OBTENCIÓN Y DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA	133

V.3.3.	VARIABLES	134
V.3.3.1.	<i>Variable Dependiente</i>	134
V.3.3.2.	<i>Variables Independientes</i>	135
V.3.3.3.	<i>Variables de Control</i>	135
V.3.4.	MÉTODO ESTADÍSTICO	137
V.4.	RESULTADOS EMPÍRICOS	138
V.4.1.	PRUEBAS DE ROBUSTEZ	142
V.5.	DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS	145
CUARTA PARTE: CONCLUSIONES		149
CAPÍTULO VI. Conclusiones		151
VI.1.	CONCLUSIONES DE LA INVESTIGACIÓN	153
VI.2.	IMPLICACIONES TEÓRICAS Y PRÁCTICAS DE LA INVESTIGACIÓN	162
VI.3.	FORTALEZAS Y LIMITACIONES DE LA INVESTIGACIÓN	164
VI.4.	FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN	165
CHAPTER VI. Conclusions		167
VI.1.	CONCLUSIONS OF RESEARCH	169
VI.2.	THEORETICAL AND PRACTICAL IMPLICATIONS OF RESEARCH	177
VI.3.	STRENGTHS AND LIMITATIONS OF RESEARCH	178

VI.4. FUTURE RESEARCH LINES	180
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	181
ANEXOS	219
ANEXO 1. RESUMEN DE LA LITERATURA ANALIZADA SOBRE EL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO DE LA EMPRESA FAMILIAR	221
ANEXO 2. FACTORES DETERMINANTES TRADICIONALES DEL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO DE LA EMPRESA FAMILIAR	227
ANEXO 3. VALORACIÓN DEL MODELO GLOBAL	229

Índice de Figuras

Figura I.1. <i>Estructura de la tesis doctoral</i> _____	11
Figure I.1. <i>Structure of the PhD dissertation</i> _____	20
Figura II.1. <i>Modelo de los tres círculos</i> _____	26
Figura II.2. <i>Estructura de dirección y gobierno de la empresa familiar</i> _____	36
Figura IV.1. <i>Distribución de la muestra por forma jurídica</i> _____	99
Figura IV.2. <i>Distribución de la muestra por sector de actividad</i> _____	102
Figura IV.3. <i>Distribución de la muestra por década de fundación</i> _____	103
Figura IV.4. <i>Distribución de la muestra por generación familiar al frente de la empresa</i> _____	104
Figura IV.5. <i>Distribución de la muestra por tamaño</i> _____	106
Figura IV.6. <i>Presencia internacional de las empresas de la muestra</i> _____	106
Figura IV.7. <i>Distribución de la muestra según el porcentaje de propiedad familiar</i> _____	107
Figura IV.8. <i>Distribución de la muestra según el rol del director ejecutivo</i> _____	108
Figura IV.9. <i>Distribución de la muestra según el número total de miembros que forma parte del órgano de administración</i> _____	109
Figura IV.10. <i>Distribución de la muestra según el porcentaje de miembros familiares que forma parte del órgano de administración</i> _____	109
Figura IV.11. <i>Distribución de la muestra según el máximo responsable del órgano de administración</i> _____	110
Figura IV.12. <i>Modelo teórico (I)</i> _____	115

Figura IV.13. *Proceso para la estimación de modelos estructurales con constructos de segundo orden: el enfoque en dos pasos o two-stage approach* _____ 116

Figura V.1. *Modelo teórico (II)* _____ 138

Índice de Tablas

Tabla II.1. <i>Principales cifras de la empresa familiar según países</i> _____	50
Tabla IV.1. <i>Criterios de búsqueda</i> _____	93
Tabla IV.2. <i>Proceso de selección de la muestra del primer estudio</i> _____	96
Tabla IV.3. <i>Distribución de la muestra por comunidad autónoma</i> _____	97
Tabla IV.4. <i>Distribución de la muestra por actividad</i> _____	101
Tabla IV.5. <i>Distribución de la muestra por edad</i> _____	103
Tabla IV.6. <i>Definición del tamaño empresarial adoptada por la Comisión Europea</i> _____	105
Tabla IV.7. <i>Distribución de la muestra por tamaño</i> _____	105
Tabla IV.8. <i>Variables</i> _____	112
Tabla IV.9. <i>Estadísticos descriptivos y matriz de correlaciones de Pearson (I)</i> _____	117
Tabla IV.10. <i>Evaluación del modelo de medida: primer paso</i> _____	118
Tabla IV.11. <i>Evaluación del modelo de medida: segundo paso</i> _____	118
Tabla IV.12. <i>Evaluación del modelo estructural (I)</i> _____	119
Tabla IV.13. <i>Análisis adicionales: efecto individual</i> _____	119
Tabla V.1. <i>Proceso de selección de la muestra del segundo estudio</i> _____	134
Tabla V.2. <i>Variables incorporadas al segundo estudio</i> _____	136
Tabla V.3. <i>Estadísticos descriptivos y matriz de correlaciones de Pearson (II)</i> _____	139
Tabla V.4. <i>Evaluación del modelo de medida</i> _____	140
Tabla V.5. <i>Evaluación del modelo estructural (II)</i> _____	142

Tabla V.6. <i>Evaluación del modelo estructural: una medida alternativa de la generación familiar</i> _____	143
Tabla V.7. <i>Evaluación del modelo estructural: nivel de endeudamiento a largo plazo</i> ____	144
Tabla V.8. <i>Evaluación del modelo estructural: nivel de endeudamiento a corto plazo</i> ____	145
Tabla VI.1. <i>Objetivos, hipótesis y conclusiones</i> _____	160
Table VI.1. <i>Objectives, hypotheses and conclusions</i> _____	175

PRIMERA PARTE: INTRODUCCIÓN

CAPÍTULO I.

Introducción

I.1. MOTIVACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN

La estructura de capital de la empresa familiar ha despertado el interés de numerosos académicos, alcanzando su estudio un gran desarrollo en las últimas décadas. No obstante, es necesario seguir trabajando en esta cuestión de investigación para tratar de dar respuesta a las cuestiones aún pendientes de resolver, así como a los nuevos retos y realidades que surgen en el día a día.

La empresa familiar representa la forma de organización predominante en la mayoría de las economías del mundo, destacando su contribución al producto interior bruto y a la creación de empleo (Acedo-Ramírez et al., 2017). En términos generales, es aquella unidad de organización en la que la familia, vinculada a la empresa por medio de la propiedad, influye en la dirección estratégica y en el funcionamiento del negocio, al estar presente también en determinados órganos decisores. Así, el proceso de toma de decisiones es responsabilidad del grupo familiar a distintos niveles según cada empresa. De este modo, entre otras, las decisiones financieras estarán marcadas por las preferencias y opiniones respecto al nivel de endeudamiento de determinados miembros familiares activos en el negocio (Gallo et al., 2004; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007).

A su vez, la presencia de la familia en la empresa conlleva la búsqueda de una combinación de objetivos diferenciados. Por un lado, los objetivos financieros o centrados en la empresa como tal; por ejemplo, el crecimiento o la maximización de su valor. Y, por otro lado, los objetivos

no financieros o centrados en la familia, como puede ser el deseo de conservar y transferir la empresa a las siguientes generaciones, o la mayor preocupación por su imagen, reputación, etcétera (Gómez-Mejía et al., 2007, 2011; Molly et al., 2019). Los miembros familiares intentarán evitar cualquier acción que ponga en peligro la supervivencia del negocio, reflejo de la verdadera esencia de la empresa familiar.

A pesar de la importancia de este grupo de empresas en el panorama actual, a día de hoy el concepto de empresa familiar sigue siendo un auténtico desafío para los investigadores. Si bien no constituye la cuestión central de este trabajo, es importante identificar cuáles son los criterios que deben ser analizados para considerar una empresa familiar, sobre todo a la hora de utilizarlos en estudios empíricos —a la falta de unanimidad en el concepto se une la dificultad y disparidad en la medición de cada uno de los criterios empleados—. Estos criterios deben permitirnos no solo diferenciar la empresa familiar de la empresa no familiar, sino también distinguir unas empresas familiares de otras (Hernández-Linares et al., 2017). Por tanto, para seguir avanzando en el conocimiento de este campo de investigación, se necesita una medida multidimensional que permita captar la heterogeneidad de la empresa familiar — en lugar de una variable dicotómica que únicamente diferencie la empresa familiar de la empresa no familiar—.

Consecuentemente, la comprensión actual de la estructura de capital de la empresa familiar está condicionada, en parte, por la problemática anterior. Predominan los estudios que tratan de comparar su comportamiento con el de la empresa no familiar, quedando en segundo plano su carácter heterogéneo. Sin embargo, la investigación más reciente ha sugerido que la interrelación entre la familia propietaria y la empresa difiere de unos negocios a otros, generando objetivos muy dispares en cada uno de ellos (Chrisman et al., 2012; Chua et al., 2012). Por tanto, como ya anticipábamos, las empresas familiares no son homogéneas entre sí,

sino heterogéneas, presentando cada una de ellas una configuración única y particular en función de la participación de la familia en sus principales estructuras, es decir, propiedad¹, dirección² y órgano de administración³; así como de la generación al frente del negocio. De este modo, el análisis de los elementos que se derivan de las teorías tradicionales de la estructura de capital no parece ser suficiente para este grupo de empresas. En cambio, conocer qué aspectos intrínsecos de la naturaleza familiar inciden en las decisiones sobre la estructura financiera ayudará a la empresa familiar a enfrentarse al desafío que para ella supone el acceso a la financiación.

Tras una extensa revisión de la literatura acerca del nivel de endeudamiento de la empresa familiar, nuestra investigación profundiza en el carácter heterogéneo de este grupo de empresas sobre la base de su deseo de preservar la riqueza socioemocional o *socioemotional wealth* (SEW). En este sentido, la persecución de objetivos no económicos por parte de la familia que posee y dirige el negocio (Dyer, 2018) plasma la singularidad de la empresa familiar y, por tanto, sirve como perspectiva para explicar las diferencias en sus decisiones (Gómez-Mejía et al., 2011).

La presente tesis doctoral busca, de un lado, analizar la estructura de capital de la empresa familiar desde el punto de vista de su heterogeneidad; y, de otro lado, determinar un constructo multidimensional de la implicación de la familia en la empresa⁴. De esta manera, se pretende conocer en qué medida, junto con los determinantes tradicionalmente estudiados, los aspectos diferenciales de este grupo de empresas repercuten en su nivel de endeudamiento. En concreto,

¹ Se corresponde con el término en inglés *ownership*.

² Se corresponde con el término en inglés *management*.

³ Se corresponde con los términos en inglés *governance* o *board of directors*. La administración de la sociedad se podrá confiar a un administrador único, a varios administradores que actúen de forma solidaria o de forma conjunta, o a un consejo de administración (Boletín Oficial del Estado, 2010).

⁴ Se corresponde con el término en inglés *family involvement*.

nos referimos a la participación de la familia en las estructuras de propiedad, dirección y órgano de administración —tanto de manera individual como conjunta—, así como a la generación familiar a cargo del negocio.

I.2. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

El objetivo de la tesis doctoral es reexaminar y ampliar el conocimiento acerca de la estructura de capital de la empresa familiar, situando el foco de atención en su naturaleza heterogénea y sobre la base de la riqueza socioemocional. A partir de sus aspectos distintivos, tratamos de analizar las diferencias existentes dentro de este grupo de empresas en lo que a su nivel de deuda se refiere, planteando las siguientes preguntas de investigación. ¿El grado de participación de la familia en el negocio condiciona el nivel de deuda de la empresa familiar? ¿Cuáles son las estructuras más determinantes a la hora de influir en las decisiones sobre el endeudamiento? ¿Qué papel tiene la generación familiar al frente de la empresa? ¿Variarán dichas relaciones en función de la estructura de vencimiento de la deuda?

Los objetivos específicos que se derivan de cada uno de los capítulos empíricos que compone este trabajo y que tratan de responder a las cuestiones anteriores se detallan a continuación.

- I)* Analizar el impacto que la participación de la familia en la empresa, entendida como un constructo multidimensional, tiene sobre el nivel de endeudamiento; así como desarrollar dicha medida multidimensional de implicación familiar.
- II)* Examinar el efecto individual que la participación de la familia en la propiedad causa sobre el nivel de endeudamiento.
- III)* Explorar la influencia individual que la participación de la familia en la dirección empresarial produce sobre el nivel de endeudamiento.

- IV) Determinar el efecto individual que la participación de la familia en el órgano de administración provoca sobre el nivel de endeudamiento.
- V) Identificar el impacto que la etapa generacional de la empresa familiar tiene sobre el nivel de endeudamiento.
- VI) Examinar si el efecto que ejercen la participación de la familia en el órgano de administración y la generación familiar al frente del negocio sobre el nivel de endeudamiento difiere dependiendo de la estructura de vencimiento de la deuda.

Las hipótesis de investigación que se derivan de los objetivos anteriores han sido analizadas para una muestra de empresas familiares españolas; en concreto, 9 266 para el primer estudio y 8 157 para el segundo. Por su parte, la metodología empleada ha sido el análisis de modelos de ecuaciones estructurales, a través de la técnica *Partial Least Squares* o PLS.

I.3. ESTRUCTURA DE LA TESIS DOCTORAL

Tras este primer capítulo introductorio, el Capítulo II recoge el marco conceptual relativo a la empresa familiar. En él, tratamos de ofrecer una primera visión acerca de este grupo de empresas, es decir, en qué consisten y cuáles son sus principales características. Con este fin, desarrollamos el papel del fundador, la cultura organizativa, la continuidad generacional, así como la estructura de dirección y gobierno de la empresa familiar. Entendido todo lo anterior, profundizamos en dos cuestiones que han supuesto un desafío importante para los investigadores en los últimos años. Por un lado, la definición de empresa familiar; y, por otro lado, la heterogeneidad de este grupo de empresas y sus principales fuentes.

Tras un proceso de revisión sistemática de la literatura, el Capítulo III analiza las conclusiones de los principales estudios que han profundizado en la estructura de capital de la empresa familiar; en concreto, en su nivel de endeudamiento. Igualmente, este capítulo muestra un

recorrido a lo largo de las teorías que han sido aplicadas a los trabajos sobre las decisiones financieras de la empresa familiar, explicando en detalle cuáles son sus premisas fundamentales. Finalmente, se desglosan los principales determinantes de la estructura de capital de las empresas que se derivan de las teorías tradicionales.

El Capítulo IV recoge el primer estudio empírico de la tesis doctoral, mediante el cual exploramos la heterogeneidad existente dentro del grupo de las empresas familiares desde un primer punto de vista. Así, tratamos de comprender si los negocios con distinto vínculo familia-empresa, es decir, con diversos grados de implicación familiar, presentan diferentes niveles de endeudamiento.

El Capítulo V supone una extensión de los resultados que se derivan del análisis anterior. En este sentido, el segundo estudio empírico se centra en dos fuentes concretas de heterogeneidad de la empresa familiar. Por un lado, la implicación de la familia en el órgano de administración; y, por otro lado, la generación familiar al frente de la empresa.

Finalmente, el Capítulo VI recoge las principales conclusiones de nuestro estudio, así como las implicaciones teóricas y prácticas que se derivan de él, sus fortalezas y limitaciones, y las líneas de investigación futuras.

La Figura I.1 presenta el esquema seguido para la redacción de esta tesis doctoral.

Figura I.1.*Estructura de la tesis doctoral**Nota. Elaboración propia.*

CHAPTER I.

Introduction

I.1. MOTIVATION OF RESEARCH

Family firm capital structure has attracted the interest of numerous academics, and study of it has undergone great development in recent decades. However, it is necessary to keep working on this research issue in order to provide responses to the questions still to be answered, as well as to the new challenges and realities that arise on a day-to-day basis.

Family firms represent the dominant form of organization in most economies around the world, highlighting their contribution to gross domestic product and job creation (Acedo-Ramírez et al., 2017). In general terms, a family firm is an organization in which the family, linked to the business through the ownership, influences the strategic management and the operation of the business, and is also present in certain decision-making bodies. Thus, both defining objectives and the decision-making process are the responsibility of the family group, at different levels depending on each company. Therefore, among others, financial decisions in this group of companies will be determined by the opinions and preferences for the level of indebtedness of certain active family members in the company (Gallo et al., 2004; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007).

In this vein, family presence in the firm entails the pursuit of a combination of different goals (Gómez-Mejía et al., 2007, 2011; Molly et al., 2019). On the one hand, financial or business-centred goals; for example, growth or maximization of its value. And, on the other hand, non-financial or family-centred goals, such as the desire to preserve and to transfer the company to

the next generations, or greater concern for its image, reputation, etc. In short, family members will try to avoid any action that would threaten the survival of the company, reflecting the real essence of a family firm.

Despite the importance of this group of companies, nowadays the concept of a family firm is still an important challenge for researchers (Hernández-Linares et al., 2017). Although it is not the central question of this investigation, it is important to identify the criteria that must be analysed in order to be considered a family firm, especially when using them in empirical studies – besides the lack of unanimity in the concept, there are also differences among the measurement of each of the criteria used. These criteria should allow us not only to differentiate family firms and non-family firms, but also to differentiate some family firms from others. Therefore, in order to continue advancing the knowledge of this research field, a multidimensional measure is needed to capture the heterogeneity of the family firm – rather than a dichotomous variable that only differentiates between family and non-family firms.

Consequently, the current understanding of capital structure decisions of family firms is partly conditioned by the aforementioned problem, with the predominance of studies attempting to compare their behaviour with that of non-family firms – with their heterogeneous nature in the background. However, most recent research has suggested that the bond or connection between the family owner and the firm differs from one company to another, generating a wide variety of different objectives in each of them (Chrisman et al., 2012; Chua et al., 2012). Therefore, as we anticipated, family firms are not homogeneous among themselves, but heterogeneous, presenting a unique and particular configuration depending on the family involvement in each of their main structures, i.e., ownership, management and governance; as well as the generation in charge of the company. Thus, the analysis of the determinants of capital structure derived from traditional theories does not seem sufficient for this group of companies. On the other

hand, knowing which intrinsic aspects of the family nature affect their decision-making on debt will help family firms to face the challenge of access to financing resources.

After an extensive review of the literature on the debt level of family firms, our research delves into the heterogeneous nature of this group of companies on the basis of their desire to preserve socioemotional wealth (SEW). In this sense, the pursuit of non-economic goals by the family that owns and runs the business (Dyer, 2018) embodies the uniqueness of family firms and, therefore, it serves as a perspective to explain the differences in their decision-making (Gómez-Mejía et al., 2011).

This PhD dissertation seeks, on the one hand, to analyse the capital structure of the family firm from the point of view of its heterogeneity and, on the other hand, to establish a multidimensional measure of the family involvement in the firm. In this way, the aim is to determine to what extent, together with the traditional determinants of capital structure, the differential aspects of this group of businesses have an impact on their level of indebtedness. Specifically, we refer to the family involvement in ownership, management and governance structures – both individually and jointly – as well as to the family generation in charge of the business.

I.2. OBJECTIVES OF RESEARCH

The purpose of this PhD dissertation is to reassess and extend the knowledge of the capital structure of the family firm, focusing on its heterogeneous nature and on the basis of SEW perspective. Considering its distinctive aspects, we try to analyse the differences among family firms as far as their level of indebtedness is concerned, addressing the following research questions. Does the degree of family involvement in the business condition its level of indebtedness? What are the most decisive structures when it comes to influencing financial

decisions? What role does the family generation in charge of the firm play in its indebtedness level? Do these relationships vary according to the debt maturity structure?

The specific objectives derived from each of the empirical chapters that have been developed and that seek to answer the above questions are detailed below.

- I)* Analysing the impact that family involvement in the firm, understood as a multidimensional construct, has on the level of indebtedness, as well as developing this multidimensional measure of family involvement.
- II)* Examining the individual effect that family involvement in ownership has on the level of indebtedness.
- III)* Exploring the individual influence that family involvement in management causes on the level of indebtedness.
- IV)* Determining the individual effect that family involvement in the board of directors has on the level of indebtedness.
- V)* Identifying the impact that generational stage of family firm causes on the level of indebtedness.
- VI)* Examining whether the effect that family involvement in the board of directors and generational stage have on the level of indebtedness differs depending on the debt maturity structure.

The research hypotheses derived from the above objectives have been analysed for a sample of Spanish family firms; specifically, 9,266 for the first study and 8,157 for the second. The methodology employed was the analysis of structural equation models, using the partial least squares or PLS technique.

I.3. STRUCTURE OF THE PHD DISSERTATION

After this initial chapter, Chapter II contains the conceptual framework of family firms. Thus, we try to offer a first overview of what this group of firms consists of and their main features. In this sense, we develop the role of the founder, the organizational culture and the generational continuity, as well as the management and governance structure of the family firm. Having understood all of these issues, we detail two concerns that have been considered an important challenge for researchers. On the one hand, the definition of the family firm and, on the other hand, the heterogeneity of this group of firms, as well as their main sources of heterogeneity.

After a systematic literature review process, Chapter III analyses the conclusions of the main studies on the capital structure of the family firm, specifically on its level of indebtedness. Likewise, it shows a path through the traditional theories that have been applied to the studies of the financial decisions of the family firm, explaining in detail which are their fundamental premises. Finally, it describes the main determinants of the capital structure of firms that are derived from the traditional theories.

Chapter IV contains the first empirical study of this PhD dissertation, whereby we explore the heterogeneity of the family firm from a first point of view. Thus, we try to ascertain whether family firms with different family-firm ties, that is, with different degrees of participation of family members in the different structures of the firm, have different levels of indebtedness.

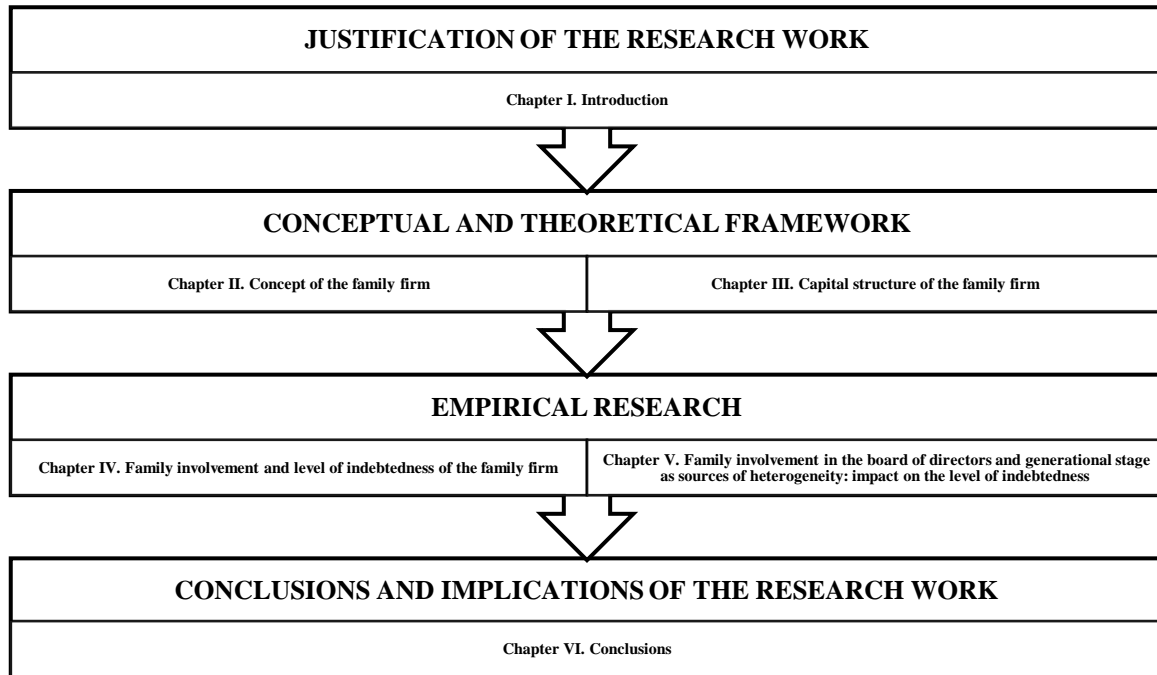
Chapter V is an extension of the results derived from the previous analysis. In this sense, the second empirical study focuses on two specific sources of heterogeneity of the family firm. On the one hand, the family involvement in the board of directors and, on the other hand, the generational stage of the firm.

Finally, Chapter VI presents the main conclusions of our study, as well as the theoretical and practical implications derived from it, its strengths and limitations, and future lines of research.

Figure I.1 summarizes the diagram used for the composition of this PhD dissertation.

Figure I.1.

Structure of the PhD dissertation



Note. Own elaboration.

SEGUNDA PARTE: FUNDAMENTOS TEÓRICOS

CAPÍTULO II.

Concepto de Empresa Familiar

II.1. UNA PRIMERA APROXIMACIÓN AL CONCEPTO DE EMPRESA FAMILIAR

Los precursores de la investigación en *empresa familiar* han conseguido otorgarle la importancia que se merece, erigiéndose en un tipo de organización ampliamente reconocido tanto a nivel empresarial como a nivel académico-científico (Chrisman et al., 2005; Rus Rufino & Trevinyo-Rodríguez, 2011). Constituye un campo de investigación relativamente nuevo en la literatura (Chrisman et al., 2008; Motylska-Kuzma, 2017; Madaleno & Vieira, 2018), con un amplio espectro de cuestiones aún por explorar y desarrollar (Xi et al., 2015).

Según la Real Academia Española, una *empresa* es «cualquier unidad de organización dedicada a actividades industriales, mercantiles o de prestación de servicios con fines lucrativos». Puede adoptar diferentes identidades dentro del ámbito legal, de modo que, atendiendo a su forma jurídica, las empresas se clasifican en sociedades limitadas, sociedades anónimas, cooperativas, etcétera.

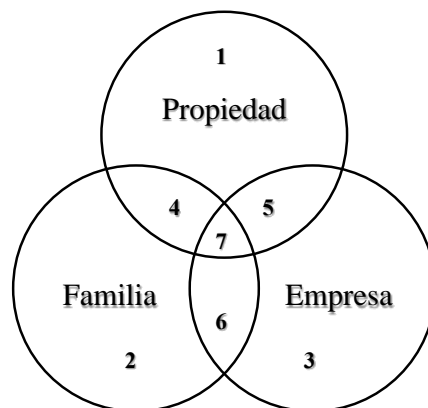
Pero el concepto de empresa familiar va más allá de la modalidad legal adoptada por cada unidad de organización. En términos generales, su particularidad es que la propiedad, así como la dirección o la administración del negocio —una, otra o ambas cosas a la vez— recaen sobre un grupo familiar, siendo los principios y valores de la familia los que, al influir en el funcionamiento empresarial, permiten diferenciarla de la empresa no familiar (Rus Rufino & Trevinyo-Rodríguez, 2011). Además de estos principios y valores familiares, destaca la

continuidad generacional como su principal objetivo estratégico, de manera que el deseo de conservar la empresa en manos de los miembros de la familia condiciona su modo particular de organización y funcionamiento.

En los estudios pioneros sobre la empresa familiar, se define esta entidad como la convergencia de dos sistemas; por un lado, la familia y, por otro lado, la empresa, entendida como la suma de empleados y directores (Swartz, 1989; Astrachan & Kolenko, 1994). Con el tiempo, a la intersección de estos dos sistemas se incorpora un tercero, la propiedad, derivando en el clásico modelo de los tres círculos: familia, propiedad y empresa (Tagiuri & Davis, 1996). En la Figura II.1, podemos observar una representación del mismo, diferenciándose claramente siete roles en la empresa familiar —cuatro de ellos formados a partir de la intersección de dos o más sistemas—.

Figura II.1.

Modelo de los tres círculos



Nota. Tagiuri & Davis (1996) y elaboración propia.

- 1) Propietarios de la empresa que no trabajan en ella y, además, no pertenecen a la unidad familiar.
- 2) Miembros de la familia que no trabajan en la empresa ni participan en su propiedad.

- 3) Empleados o directores de la empresa que no participan en su propiedad, y tampoco forman parte de la familia.
- 4) Propietarios de la empresa que forman parte de la unidad familiar, pero no trabajan en ella.
- 5) Empleados o directores que participan en la tenencia de acciones de la empresa, pero no forman parte de la familia.
- 6) Empleados o directores familiares que están implicados en la empresa, pero sin llegar a ser propietarios.
- 7) Miembros de la familia que participan en la propiedad de la empresa y, además, se encuentran implicados en la misma, ya sea como empleados o como directores.

Esta disparidad de roles trae consigo una gran variedad de objetivos e intereses dentro de la empresa familiar —a veces, incluso, opuestos—, incrementando su complejidad y generando, en muchas ocasiones, conflictos y tensiones entre sus miembros que han de ser gestionados (Hernández-Ortiz et al., 2011). Sentadas las bases de lo que tradicionalmente y de forma amplia se entiende por empresa familiar, en el siguiente epígrafe profundizamos en sus características más destacadas.

II.2. CARACTERÍSTICAS DE LA EMPRESA FAMILIAR

La empresa familiar, en su identidad como empresa, presenta las mismas características que cualquier otra unidad de organización. La diferencia esencial se basa en su estrecha conexión con la familia como sistema, de manera que el compromiso con la preservación de aspectos afectivos derivados del grupo familiar condiciona su comportamiento. Factores como el control familiar de la empresa, el apego emocional de los miembros familiares, la participación de los

hermanos en el negocio, el sentido de legado familiar o la preocupación de la familia por la reputación e imagen corporativas, entre muchos otros, otorgan a la empresa familiar su carácter distintivo (Gómez-Mejía et al., 2011).

Gómez-Mejía et al. (2007) califican tales aspectos no financieros de la empresa como *riqueza socioemocional* y sostienen que constituye la característica más importante que define la empresa familiar, influyendo en todas y cada una de sus decisiones estratégicas. Dicho de otro modo, el principal componente diferencial que separa la empresa familiar de la empresa no familiar es el papel de los aspectos no económicos en la administración, la organización y el funcionamiento del negocio, satisfaciendo las necesidades afectivas de la familia.

A continuación, analizamos diferentes elementos que condicionan la citada riqueza socioemocional, tales como el papel del fundador, la cultura organizativa, la continuidad generacional y la estructura de dirección y gobierno de la empresa familiar.

II.2.1. EL PAPEL DEL FUNDADOR

El fundador de la empresa familiar desempeña un papel esencial. Pertenece a la primera generación de la familia al frente del negocio, de modo que sienta las bases de su funcionamiento y se erige en el principal referente para las generaciones venideras. Su implicación o vinculación con la empresa es muy elevada, y siempre trata de velar y salvaguardar el bienestar de la misma, mediando en la resolución de los posibles conflictos que surgen en el día a día de las operaciones.

Son muchos los autores que subrayan el significativo papel de la generación familiar al frente de la empresa sobre sus principios, valores, objetivos y estrategias (Gersick et al., 1997; Stockmans et al., 2010; Corona & Téllez Roca, 2011; Sciascia et al., 2014; Blanco-Mazagatos et al., 2018; Muñoz-Bullon et al., 2018). Especial relevancia cobra el hecho de que el fundador

todavía esté en activo en la empresa (Belda-Ruiz et al., 2021), ya que la primera generación antepondrá los objetivos de la familia sobre los propios del negocio; e incluso sobre sus objetivos personales (Blanco-Mazagatos et al., 2009).

Según Leach (1993) y Hernández-Ortiz et al. (2011), podemos hablar de varios tipos de fundadores de la empresa familiar conforme a su patrón de comportamiento. En primer lugar, los llamados *propietarios*. Para ellos, la posesión es primordial y quieren tenerlo todo bajo control. Confían poco en las habilidades de los demás, lo que dificulta la incorporación al negocio de las sucesivas generaciones familiares o de personas ajenas a la familia. En segundo lugar, los conocidos como *dirigentes*. A diferencia de los anteriores, lo más importante para ellos es el control familiar. Delegan responsabilidades, se sienten orgullosos de su familia y de su empresa, y tratan de garantizar el bienestar de cada uno de los individuos que forma parte del negocio, velando así por la continuidad generacional y por un proceso de sucesión satisfactorio. Por último, los denominados *técnicos*. Construyen la empresa sobre sus propias habilidades, y no muestran interés alguno por las labores de dirección y administración. En consecuencia, son más propensos a delegar todo este tipo de tareas, favoreciendo la participación en el negocio de diversos miembros de la familia, así como de personas ajenas a la misma.

En definitiva, como cualquier empresario, el fundador de la empresa familiar es típicamente una persona intuitiva, que tiene el impulso y la ambición de construir una gran empresa; así como una persona emocional, que aflora un sentimiento de amor sobre lo que ha creado. Pero lo que lo convierte en un verdadero fundador de la empresa familiar es su deseo de perpetuarla en el tiempo, es decir, la voluntad de transferir la empresa de generación en generación (P. S. Davis, 1990).

II.2.2. LA CULTURA ORGANIZATIVA

El segundo elemento que vamos a analizar es la cultura organizativa de la empresa familiar. Autores como Schein (1985, 1988, 1996) o Dyer (1986, 1988, 2018) sostienen que se trata de uno de los pilares más poderosos y estables que presentan las empresas, manifestándose en cuatro niveles diferentes: artefactos, perspectivas, valores y suposiciones⁵.

Aun siendo un componente básico para cualquier tipo de organización, la cultura cobra especial relevancia en el funcionamiento de la empresa familiar, fundamentalmente debido al solapamiento de la familia, la propiedad y la empresa como sistemas; y, por tanto, a la influencia que el grupo familiar ejerce en su actividad. Hall et al. (2001) observaron que la cultura organizativa de la empresa familiar es el resultado de los valores, creencias y objetivos arraigados en la familia, así como de su historia y de las relaciones sociales entre sus miembros. La transmisión de estos valores y creencias a través de las generaciones configura patrones culturales tanto en la familia como en la empresa que condicionarán su funcionamiento.

A fin de comprender mejor por qué la cultura organizativa de la empresa familiar es única y diferente, es necesario determinar el conjunto específico de valores presentes en las *familias propietarias* (Vallejo-Martos, 2008, 2011b, 2011a). Para ello, tomamos las principales cualidades de las familias propuestas originariamente por Stinnett (1983, 1986), estableciendo como supuesto de partida la fortaleza de los vínculos y de los lazos familiares entre sus miembros. Detallamos estas cualidades a continuación.

⁵ Según Dyer (1988), los *artefactos* son los aspectos más tangibles de la cultura. Pueden ser materiales —la indumentaria, el logotipo de la empresa—, verbales —el lenguaje, la jerga— y de comportamiento —los rituales, las ceremonias, los patrones de comportamiento comunes—. Las *perspectivas* son las normas y reglas de conducta que el grupo considera aceptables para manejar problemas, como el desarrollo de un nuevo producto, la evaluación del rendimiento o la contratación y formación de nuevos empleados. Mientras que las perspectivas son reglas específicas para cada situación, los *valores* son principios más amplios, como servir al cliente, ser honesto o no cuestionar a los superiores. Por último, las *suposiciones* son las premisas en las que un grupo apoya su visión del mundo, y en las que se basan los artefactos, las perspectivas y los valores.

- i) *Apreciación.* Todo ser humano tiene la necesidad básica de sentirse apreciado por sus prójimos. Las familias propietarias tienen el hábito de observar las buenas cualidades de sus miembros y expresar su aprecio.
- ii) *Pasar más tiempo juntos.* En las familias propietarias, sus miembros disfrutan verdaderamente de pasar tiempo juntos. Deben planificar y estructurar bien su tiempo, ya que no es algo que se pueda improvisar.
- iii) *Compromiso.* Las familias propietarias están profundamente comprometidas con el grupo familiar y con la promoción de la felicidad y el bienestar de todos sus miembros. Estas familias también son realistas a la hora de establecer objetivos que mejoren la calidad de las relaciones familiares.
- iv) *Comunicación.* Las familias propietarias son buenas en la comunicación. No solo hablan con frecuencia, sino que también saben escuchar, demostrando así respeto mutuo por todos los miembros de la familia.
- v) *Capacidad de resolver las crisis de forma positiva.* Las familias propietarias son capaces de resolver las crisis de forma constructiva, afrontando los problemas y ayudándose mutuamente. Tienen la capacidad de encontrar aspectos positivos incluso en las situaciones más difíciles⁶.

Vallejo-Martos (2008, 2011b, 2011a) propone, a partir de las cualidades de las familias propietarias descritas anteriormente, un modelo para el análisis de la cultura de la empresa familiar, identificando así cuáles son sus principales valores definitorios. En primer lugar,

⁶ Además, Stinnett (1983, 1986) habla del *alto nivel de orientación religiosa* como otra cualidad importante de las familias. Sin embargo, no ha sido analizado en este trabajo por no considerarlo aplicable de forma general a la sociedad actual.

destaca el *compromiso*, basado en las cualidades de «pasar tiempo juntos» y «compromiso». En segundo lugar, la *armonía*, variable que comprende las cualidades de «apreciación», «pasar tiempo juntos» y «comunicación». En tercer lugar, la *orientación a largo plazo*, utilizando las cualidades de «capacidad de resolver las crisis de forma positiva» y «alto nivel de orientación religiosa». Por último, el *servicio al cliente*, entendiéndose que la política de servicio al cliente debe estar orientada a la interacción personal, siendo la reacción emocional del cliente mucho más importante que el comportamiento que la empresa desea provocar en él. Sin duda, la conjunción de todos estos valores otorga a la empresa familiar una cultura fuerte y poderosa, constituyendo así una fuente de ventaja competitiva.

Por otro lado, también conviene destacar la existencia de una clasificación que ha sido implementada a lo largo de los años para profundizar en la naturaleza de la cultura organizativa de la empresa familiar. Concretamente, Dyer (1986, 1988), a partir de los niveles de cultura organizativa propuestos por Schein (1988), describe la existencia de cuatro patrones culturales, integrando para cada uno de ellos modelos generales de cultura organizativa —paternalista, *laissez-faire*, participativa o profesional—, con modelos de cultura familiar —patriarcal, colaborativa o conflictiva— y modelos de cultura de consejo —burocrática, de aprobación, consultiva o de supervisión— (Vallejo-Martos, 2008).

En primer lugar, hablamos de una cultura *paternalista*, caracterizada por la toma de decisiones centralizada en el fundador, sin necesidad de consultar al resto de miembros familiares y, por ende, poco complaciente con los directores no familiares. Un segundo patrón cultural basado en el *laissez-faire*, más colaborativo que el anterior, de manera que se intenta llegar a un consenso entre todos los miembros de la empresa para cualquier tipo de decisión, implicando y otorgando confianza incluso a los empleados. El tercer patrón, denominado cultura *participativa*, es el más difícil de encontrar en las empresas familiares —sobre todo en los

primeros años—. En este modelo, las relaciones tienden a ser más igualitarias entre todos los miembros que forman parte de la empresa, incluidos los no familiares, de modo que se resta importancia al papel de la familia. Finalmente, la cultura *profesional* es encontrada en aquellas empresas en las que la familia propietaria ha decidido ceder la dirección empresarial a profesionales externos. Bajo este patrón, las relaciones son mucho más individualistas, la competencia en el negocio es intensa y los empleados se centran en sus propios logros y en la promoción profesional (Dyer, 1988).

Se espera que las empresas familiares en manos de la primera generación presenten un enfoque más paternalista a la hora de tomar decisiones, en comparación con las empresas familiares de segunda o sucesivas generaciones (Muñoz-Bullon et al., 2018). Es decir, los patrones culturales evolucionan con el paso del tiempo, y se nutren de la personalidad y de los valores de la generación fundadora, así como de las aportaciones de cada una de las generaciones familiares que se incorpora al negocio (Claver Cortés, 2014). A la larga, la cultura organizativa condicionará la continuidad de la empresa.

II.2.3. LA CONTINUIDAD GENERACIONAL

La vocación de continuidad, la visión a largo plazo y el deseo del fundador de transferir el control del negocio a los descendientes dotan a la empresa del verdadero carácter familiar (Gómez-Mejía et al., 2011), convirtiéndola en el legado de las siguientes generaciones. Por tanto, constituye otro aspecto diferencial que debe ser analizado.

Numerosos estudios afirman que aproximadamente el 30% de las empresas familiares sobrevive al paso de la primera a la segunda generación, y que apenas un 10% lo hace a la tercera generación (Harveston et al., 1997; Molly et al., 2010; Hiebl, 2015). Es por ello que el proceso de sucesión o relevo generacional es uno de los hitos más significativos al que se

enfrentan las empresas de este grupo, con el propósito de garantizar su crecimiento y supervivencia en el tiempo (Christensen, 1953; Handler, 1994; Harveston et al., 1997; Sharma et al., 2003; Molly et al., 2010; Eddleston et al., 2013; Claver Cortés, 2014; Escribá-Esteve, 2021).

Pese a que el diseño de una adecuada planificación del proceso de sucesión es de vital importancia para la organización (Gómez-Mejía et al., 2011), la investigación previa ha revelado que la mayoría de empresas familiares no cuentan con ella. Sin duda, se trata de un proceso largo y complejo, que se inicia incluso antes de que el sucesor entre a formar parte de la empresa; así como gradual, de manera que se puedan aprovechar las sinergias entre generaciones (Corona & Téllez Roca, 2011).

Podemos hablar hasta de cuatro tipos diferentes de procesos de sucesión. La más extendida es la sucesión *lineal*, de modo que la transferencia del poder se produce desde la generación actualmente a cargo de la empresa hacia la generación inmediatamente posterior —de padres a hijos—. También puede darse un proceso de sucesión *discontinuo*, produciéndose un salto generacional; por ejemplo, desde la primera hacia la tercera generación familiar —de abuelos a nietos—. Algo menos común será la llamada sucesión *intergeneracional*, es decir, la transferencia del control de la empresa se realiza hacia un miembro de la misma generación que el actual —entre hermanos—. Y, por último, un proceso de sucesión *inverso*, transfiriendo el poder de la empresa hacia un miembro de una generación anterior al actual —por ejemplo, de hijos a padres— (Escribá-Esteve, 2021).

Dada la importancia de la continuidad generacional, la literatura previa ha distinguido tres etapas familiares marcadas por la generación al frente del negocio: primera, segunda y tercera o posteriores (Gersick et al., 1997; Schulze et al., 2003; Gómez-Mejía et al., 2007; Corona & Téllez Roca, 2011; Cruz & Nordqvist, 2012; Claver Cortés, 2014; Belda-Ruiz et al., 2021). En

primer lugar, identificamos la *empresa familiar de primera generación*, también conocida como empresa propietario-fundador. En esta primera etapa, la propiedad, la dirección y el control del negocio recaen íntegramente en el fundador y progenitor de la familia. Por un lado, es el responsable de fijar la misión, visión, estrategias y objetivos de la empresa; así como la filosofía, el modo de trabajar, la cultura, las normas y los valores familiares. Y, por otro lado, se encarga de transmitir a sus descendientes un sentimiento de arraigo en el negocio.

En segundo lugar, hablamos de la *empresa familiar de segunda generación*, también llamada sociedad fraternal o de hermanos. El paso de la primera a la segunda etapa es un momento trascendental en la vida de toda empresa familiar. Implica la incorporación al negocio de los hijos del fundador, de manera que conviven dos generaciones al mando; e incluso diferentes núcleos familiares. En consecuencia, se incrementa la complejidad en la organización y aparecen los primeros conflictos, ya que propiedad, dirección y control no siempre recaen por igual en todos los miembros de la familia.

Por último, aparece la *empresa familiar de tercera generación* o consorcio de primos. Inequívocamente, lo más complicado es la transición de la segunda a la tercera etapa, donde ya se empiezan a implicar terceras generaciones, es decir, los nietos del fundador. Esto supone la convivencia de dos o más núcleos familiares en la empresa, lo cual intensifica la posibilidad de conflicto entre ellos debido a la disparidad de intereses y facilita la entrada de profesionales externos.

Además, se espera que cuando la segunda o sucesivas generaciones se incorporen a la empresa, se persiga una combinación o equilibrio entre los objetivos familiares y empresariales (García-Ramos et al., 2017), ya que la dilución de la propiedad modifica la percepción del riesgo y reduce el miedo de la familia a perder el control, debido a un debilitamiento lógico de los lazos familiares. En virtud de la exposición anterior, una adecuada organización es fundamental en

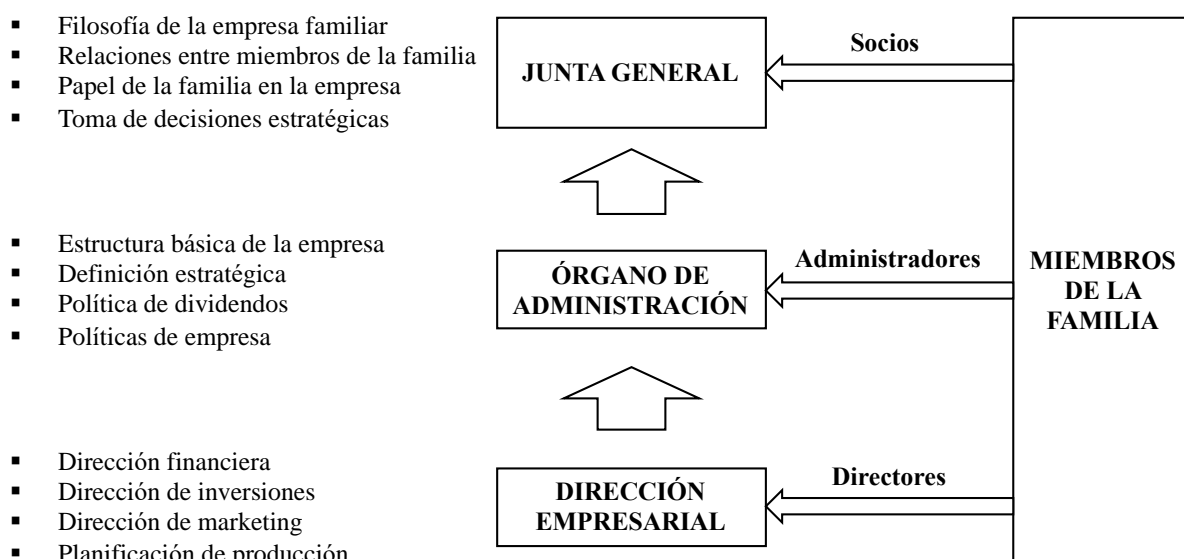
este grupo de empresas para garantizar su funcionamiento y asegurar su continuidad en el tiempo (Escribá-Esteve, 2021); sobre todo a partir de la incorporación de la segunda o sucesivas generaciones.

II.2.4. LA ESTRUCTURA DE DIRECCIÓN Y GOBIERNO

Otro de los aspectos destacados de la empresa familiar es su propia estructura, organización o configuración. En la Figura II.2, observamos cómo se constituye en términos generales la empresa familiar, así como las funciones desempeñadas por cada una de sus principales estructuras.

Figura II.2.

Estructura de dirección y gobierno de la empresa familiar



Nota. Corona & Téllez Roca (2011) y elaboración propia.

En lo que a la junta general se refiere, su labor está marcada por el rol de la familia propietaria. El apego de los accionistas familiares al negocio es muy alto —sobre todo en las primeras etapas— (Gómez-Mejía et al., 2007), puesto que tienen la mayor parte de su patrimonio ligado a la empresa y dependen en gran medida de ella para su bienestar personal. Destaca el papel fundamental de los principios y valores familiares en el desarrollo de la cultura organizativa de

la empresa, así como en la definición de la filosofía del negocio, en la toma de decisiones estratégicas, etcétera.

En cuanto al propio funcionamiento de la empresa, encontramos dos estructuras diferentes: el órgano de administración y la dirección. Mientras que los administradores o miembros del órgano de administración se encargan de marcar la orientación estratégica a largo plazo del negocio, el equipo directivo se centra en la toma de decisiones e implantación de las estrategias definidas por el órgano de administración (Vázquez & Casillas, 2011).

A medida que aumenta la complejidad de la empresa familiar, se va formalizando cada uno de los órganos de gobierno descritos en la Figura II.2. Así, en relación con las etapas explicadas en el subepígrafe II.2.3, en las empresas familiares de primera generación —sobre todo en los primeros años— no se puede hablar de relaciones complejas ni de órganos de gobierno en sentido estricto, ya que todas las funciones recaen sobre el fundador. Sin embargo, mayor formalización requieren las empresas a medida que se van incorporando nuevos miembros de la familia, hasta llegar a las conocidas empresas familiares de segunda generación. Los hermanos, quienes marcan el origen de las ramas familiares futuras, suelen desempeñar roles tanto de accionistas como de directores en la empresa. Aparecen también los llamados accionistas pasivos —accionistas familiares que no están vinculados al negocio— y, en ocasiones, se inicia la profesionalización de la empresa —incorporación de personas ajenas a la familia con preparación y habilidades profesionales específicas—.

Por último, las empresas familiares de tercera o posteriores generaciones son las estructuras más complejas, ya que hay un mayor número de miembros familiares implicados en el negocio y el vínculo entre ellos es menor. Además, dados los objetivos particulares de cada componente de la familia en función del cargo que ostenta, la posibilidad de conflicto entre ellos —así como

con el resto de grupos de interés— será mayor. En consecuencia, todos los órganos de gobierno cobran sentido pleno (Corona & Téllez Roca, 2011).

En definitiva, la correcta interacción de la junta general, el órgano de administración y la dirección empresarial es la mayor garantía de éxito y supervivencia de la empresa familiar, y el equilibrio entre las tres estructuras lo aportan los valores familiares que rigen este grupo de empresas: unidad, compromiso y lealtad, fundamentalmente (Claver Cortés, 2014). A continuación, analizamos con más detalle cada una de estas tres estructuras.

II.2.4.1. Propiedad Familiar

La estructura de propiedad de la empresa está fuertemente marcada por la familia como sistema, siendo los accionistas familiares los encargados de nutrir de sus cualidades tanto la filosofía empresarial como la cultura organizativa. Además, está muy ligada al ciclo de vida del negocio. Su configuración evoluciona con el paso del tiempo a medida que se van incorporando nuevas generaciones (Gersick et al., 1997; Stockmans et al., 2010; Sciascia et al., 2014), dando lugar a una mayor dispersión de la propiedad entre los miembros familiares; o incluso entre miembros familiares y no familiares.

La propiedad familiar puede variar a lo largo de, al menos, seis dimensiones, las cuales a menudo interactúan. Según Daspit et al. (2018), estas dimensiones incluyen los siguientes aspectos: *i*) el número de familias o de miembros familiares que participan en la propiedad de la empresa —uno, pocos o muchos—; *ii*) la proporción de propiedad familiar —plena, mayoritaria o controladora—; *iii*) la dispersión de la propiedad entre las familias o los miembros de la familia —igual o desigual—; *iv*) las relaciones que existen entre los propietarios —por ejemplo, por generación y lazos familiares de sangre, matrimonio o adopción—; *v*) las características demográficas de los accionistas —por ejemplo, sexo, edad,

etnia, nacionalidad, antecedentes, etcétera—; y *vi*) la naturaleza de la participación de los propietarios en otras estructuras de gobierno, como el órgano de administración o la dirección empresarial.

Finalmente, cabe destacar que, según la literatura previa analizada, la dimensión más comúnmente utilizada en los estudios empíricos es la proporción de propiedad familiar (Coleman & Carsky, 1999; Schmid, 2013; Thiele & Wendt, 2017; Benkraiem et al., 2018; Ramalho et al., 2018; Kao et al., 2019).

II.2.4.2. Dirección Familiar

La dirección empresarial está encabezada por el equipo directivo o la alta dirección, y liderada por el director ejecutivo o comúnmente conocido como *Chief Executive Officer* (CEO). Se ocupa de las labores a nivel organizativo, siendo sus principales tareas la implantación de las estrategias establecidas por el órgano de administración, así como la toma de decisiones y la asignación de recursos en el día a día de las operaciones de la empresa (Vázquez & Casillas, 2011).

Normalmente, son los miembros familiares quienes ostentan estos puestos en la empresa, pero a medida que se van incorporando nuevas generaciones pueden pasar a ser asumidos por personas externas a la familia. Pese a ser reacios a delegar responsabilidades, los propietarios familiares podrán tener la necesidad de incorporar profesionales al negocio por dos razones. Por un lado, para evitar los conflictos internos derivados del proceso de sucesión. Y, por otro lado, debido a la inexistencia de miembros familiares plenamente capacitados para desempeñar ciertas tareas directivas (Lardon et al., 2017).

En cualquier caso, la transferencia de la dirección de la empresa a profesionales externos es una preocupación dominante entre los dirigentes de la empresa familiar, ya que la separación

de la propiedad y el control podrá provocar conflictos de intereses entre los propietarios familiares y el CEO externo. Esto es lo que se conoce como el proceso de profesionalización de la empresa familiar, cuestión ampliamente abordada en la literatura previa (Dekker et al., 2012, 2015; Michiels et al., 2017). Al igual que el proceso de sucesión, la profesionalización se constituye como una decisión clave y compleja de la empresa familiar para garantizar su supervivencia —sobre todo a partir de la segunda etapa— (Claver Cortés, 2014).

II.2.4.3. Órgano de Administración Familiar

El órgano de administración es uno de los elementos más importantes del gobierno corporativo de la empresa (Blair, 2007; Hashim & Amrah, 2016; Duréndez et al., 2019). Surge a consecuencia de la separación de la propiedad y el control (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983) a fin de mitigar el conflicto de intereses entre los propietarios y directores al frente de las actividades diarias del negocio (Villalonga et al., 2019). Se encarga de definir la estrategia de la empresa y, al mismo tiempo, de ofrecer una conexión formal entre los intereses de ambos grupos (Fama & Jensen, 1983; Voordeckers et al., 2007; Siebels & Zu Knyphausen-Aufseß, 2012). En términos generales, son tres las funciones que desempeña (Vázquez & Casillas, 2011). Una primera función institucional, garantizando la correcta conexión de la empresa con su entorno. Segundo, una función estratégica, encargándose de la toma de decisiones a largo plazo. Y, por último, una función de gobierno propiamente dicha, distinguiendo las labores específicas de *controlar* y *asesorar*.

Tradicionalmente, dichas tareas del órgano de administración como mecanismo de gobierno han sido estudiadas desde una doble perspectiva: la óptica de la agencia para las tareas de control y la visión basada en los recursos o *resource-based view* para las tareas de asesoramiento. En cuanto a la teoría de la agencia, enfatiza el riesgo de posibles comportamientos oportunistas de los responsables de la toma de decisiones, quienes

maximizarían sus propios intereses en lugar de buscar objetivos empresariales más elevados (Jensen & Meckling, 1976). Por su parte, el enfoque basado en los recursos se centra en los conocimientos complementarios que los miembros del órgano de administración pueden ofrecer a los directores en forma de habilidades, competencias profesionales y experiencia (Barney, 1991; Castanias & Helfat, 1991, 2001).

Junto con las teorías de la agencia y de la visión basada en los recursos, los estudios sobre el gobierno empresarial reciben la influencia de otra perspectiva teórica, la teoría de la administración o *stewardship theory* (J. H. Davis et al., 1997). Mientras que los defensores de la teoría de la agencia se centran en el riesgo de los comportamientos oportunistas de los principales directores, los defensores de la teoría de la administración enfatizan los factores situacionales y psicológicos que animan a estos individuos a favorecer los comportamientos pro organización en lugar de sus propios intereses (Miller & Le Breton-Miller, 2006; Bammens et al., 2011; James et al., 2017). De acuerdo con estas presunciones, la teoría de la agencia mantiene que la forma más adecuada de gobierno empresarial es la creación de sistemas de supervisión e incentivos (Fama & Jensen, 1983), mientras que la teoría de la administración apoya sistemas de gobierno basados en la confianza para alinear los intereses de directores y propietarios (Eddleston et al., 2012).

II.3. DEFINICIÓN DE EMPRESA FAMILIAR

Pese a haber transcurrido más de 50 años desde que aparecieron los primeros estudios que trataban de definir la empresa familiar, a día de hoy se puede afirmar que aún no se ha alcanzado consenso alguno sobre dicho concepto⁷ (Diéguez-Soto et al., 2015; Charlo et al.,

⁷ En su revisión, Hernández-Linares et al. (2018) encontraron hasta un total de 258 definiciones diferentes en artículos publicados entre 1964 y 2014.

2016; Hernández-Linares et al., 2018; Rau et al., 2018; Moussa & Elgiziry, 2019; Roffia et al., 2021). La ausencia de una definición comúnmente aceptada continúa siendo un desafío importante en este campo de investigación, especialmente cuando se trata de aplicarla a trabajos empíricos.

Partimos de la noción básica de que la empresa familiar es aquella en la que los miembros de una familia o grupo familiar juegan un papel importante en su organización y funcionamiento. A pesar de la complejidad que presentan las empresas de este grupo en cuanto a su definición, muchos trabajos aplican solo un criterio para identificarlas, siendo reducido el número de definiciones que emplean más de un criterio —ya que se incrementa su dificultad de medida— (González et al., 2019). En este sentido, algunos autores consideran el trascendental papel de la propiedad (Barnes & Hershon, 1976; Charlo et al., 2016), la dirección (P. S. Davis, 1983; Tagiuri & Davis, 1996), la sucesión (Donnelley, 1988; Handler, 1994; Harveston et al., 1997) o, en algunos casos, la autodefinición como empresa familiar (Diéguez-Soto & López-Delgado, 2019; López-Delgado & Diéguez-Soto, 2020).

Para tratar de ofrecer una visión más amplia, otros estudios incorporan dos o más criterios a su definición; por ejemplo, la propiedad y la dirección (Holland et al., 1992; Litz, 1995; Graves & Thomas, 2004); la propiedad y la sucesión (McDonald & Marshall, 2017; Stanley et al., 2017); la propiedad y la autodefinición como empresa familiar (Westhead & Howorth, 2007); la propiedad, la dirección y la sucesión (Shanker & Astrachan, 1996; Fiegenger et al., 2000; Rojo-Ramírez et al., 2011); o la propiedad, la dirección, la administración y la sucesión (Chua et al., 1999; García-Castro & Sharma, 2011; Muñoz-Bullon et al., 2018).

Asimismo, Chrisman et al. (2005) diferencia dos enfoques a la hora de identificar o definir la empresa familiar. Primero, el enfoque de los componentes de la implicación familiar (*components-of-involvement*), que se basa en la creencia de que la participación de la familia

en el negocio es suficiente para que sea considerada empresa familiar. Y, segundo, el enfoque de la esencia (*essence*), que se sustenta en la creencia de que la implicación familiar es solo una condición necesaria, debiendo además orientarse hacia comportamientos únicos y distintivos. Es decir, la influencia de la familia en la dirección estratégica del negocio, junto con la intención de mantener el control en manos de los miembros familiares, así como los recursos y capacidades únicos, inseparables y sinérgicos que surgen de la interacción de la familia con la empresa le otorgan el verdadero carácter familiar. De este modo, según Chrisman et al. (2005), dos empresas con el mismo grado de implicación familiar pueden no ser ambas empresas familiares si alguna de ellas carece de la intención, la visión, la familiaridad o el comportamiento que constituye la esencia de la empresa familiar.

En definitiva, tras varias décadas dedicadas al estudio de la empresa familiar, la comunidad científica aún no ha consensuado una definición generalizada y ampliamente aceptada, lo que complica la comparación de los resultados obtenidos en las distintas investigaciones y ralentiza el avance en el conocimiento de este tipo de organización. La dificultad estriba en hacer de las definiciones teóricas anteriores un concepto operativo que pueda ser llevado a la práctica.

En este sentido, a la ausencia de consenso sobre los principales criterios a utilizar para definir la empresa familiar, se une la falta de unanimidad de los académicos en cuanto a la medición de tales criterios. Por ejemplo, si hacemos alusión a la propiedad, algunos autores definen la empresa familiar en sus respectivos estudios como aquella en la que al menos dos miembros de la familia participan en la tenencia de acciones (Tagiuri & Davis, 1996; McDonald & Marshall, 2017). En cambio, otros establecen un umbral mínimo de posesión familiar, que oscila entre el 10% de las acciones (Al-Ajmi et al., 2009; Croci et al., 2011; Santos et al., 2014), el 20% (Setia-Atmaja et al., 2009; Schmid, 2013; Gottardo & Moisello, 2014; Mulyani et al., 2016; Benkraiem et al., 2018; Mbanye, 2020), el 25% (García-Castro & Sharma, 2011;

Ampenberger et al., 2013; Díaz-Díaz et al., 2016; Thiele & Wendt, 2017; Ntounj et al., 2020), el 33% (Yousaf et al., 2019) o el 50% (Coleman & Carsky, 1999; Graves & Thomas, 2004; Westhead & Howorth, 2007; Dekker et al., 2012; Sciascia et al., 2014; Burgstaller & Wagner, 2015; Ramalho et al., 2018).

Algo parecido ocurre con el resto de criterios identificados al inicio del epígrafe, a lo que se suma el carácter más subjetivo de alguno de ellos, como la autodefinición como empresa familiar. Dicho criterio no se puede observar, medir ni construir directamente a través de la información proporcionada por una base de datos, sino que requiere entrar en contacto con algún miembro familiar en activo que, además, desempeñe un cargo importante en la empresa. Sin embargo, podríamos no conseguirlo y, por ejemplo, si enviáramos un cuestionario, éste podría ser respondido por algún trabajador ajeno a la familia, lo cual restaría calidad y precisión a la investigación.

Para tratar de solventar estos problemas, el actual *European Family Business (EFB)*⁸ y *Family Business Network (FBN)*, dos de las instituciones internacionales más importantes y representativas de este grupo de empresas, acuñaron en 2008 una definición genérica de empresa familiar. Así, sin importar su tamaño, una empresa es considerada familiar si se dan las siguientes circunstancias (Comité Económico y Social Europeo, 2016):

- i)* La mayoría de los derechos de voto son propiedad de la persona o personas de la familia que crearon la empresa; o de la persona o personas que hayan adquirido su capital social⁹; o de sus cónyuges, padres, hijos o herederos directos.

- ii)* Dicha posesión de la mayoría de los derechos de voto puede ser directa o indirecta.

⁸ Por aquel entonces, Grupo Europeo de Empresas Familiares.

⁹ Una vez se haya producido el proceso de sucesión.

- iii)* Al menos un miembro de la familia se dedica a la dirección o administración de la empresa.
- iv)* Para el caso particular de las empresas cotizadas, tendrán la consideración de empresa familiar si la persona que creó o adquirió la empresa —capital social—, o sus familiares o descendientes poseen más del 25% de los derechos de voto en razón de su participación en el capital social.

Cabe mencionar un último matiz. La definición de empresa familiar debe permitirnos no solo diferenciarla de la empresa no familiar, sino también explicar las variaciones dentro del grupo de las propias empresas familiares (Chrisman et al., 2012; Hernández-Linares et al., 2017). Desarrollamos esta cuestión en el siguiente epígrafe.

II.4. HETEROGENEIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR

Hasta hace poco tiempo, las investigaciones sobre la empresa familiar buscaban principalmente comprender las diferencias entre empresas familiares y no familiares en lo que a su comportamiento se refiere. Para ello, la mayoría de los estudios incorporan empíricamente la dimensión familiar de la empresa como una variable dicotómica, que toma el valor 1 si considera que la empresa es familiar, y 0 en caso contrario (Hernández-Linares et al., 2017). Sin embargo, la participación de cada familia en la empresa es única y exclusiva. Esto hace que se comporte de manera distinta, incidiendo tanto en sus estrategias como en el modo de llevarlas a cabo, y dando lugar a una amplia variedad de empresas familiares (Gómez-Mejía et al., 2011).

Asumiendo que no existe homogeneidad en las empresas familiares (Chua et al., 2012), la diversidad dentro de este grupo ha ido captando cada vez más la atención de los académicos, convirtiéndose la heterogeneidad de la empresa familiar en uno de los temas de mayor

actualidad y trascendencia en este campo de investigación (Nordqvist et al., 2014; Hernández-Linares et al., 2017; Michiels & Molly, 2017; Daspit et al., 2018; Rau et al., 2019). Esta nueva perspectiva tiene por objeto comprender las características singulares que determinan por qué y cómo las empresas familiares son diferentes unas de otras, y que podrán llevarlas a tomar decisiones estratégicas de acuerdo con un sistema impulsado por una combinación de factores económicos y no económicos.

A este respecto, algunos autores han propuesto ciertas escalas de heterogeneidad de la empresa familiar, como la *escala F-PEC de influencia familiar*, que incluye las subescalas de poder, experiencia y cultura (Astrachan et al., 2002; Klein et al., 2005); o la *escala Family Influence Familiness (FIF)*, que hace referencia a los aspectos de implicación familiar, esencia e identidad de la empresa (H. Frank et al., 2017).

La *escala F-PEC* fue desarrollada por sus autores con la intención de resolver el problema de la definición de empresa familiar planteado hasta el momento. Así, la subescala de poder recoge la implicación de la familia en la propiedad, la dirección y la administración empresarial; la subescala de experiencia refleja la generación al frente de la empresa familiar; y, por último, la subescala de cultura hace referencia al equilibrio de los valores familiares y empresariales.

Por su parte, para medir la implicación familiar, la esencia y la identidad de la empresa, la *escala FIF* propone las siguientes dimensiones o subescalas: *i*) propiedad, dirección y control; *ii*) nivel de competencia de los miembros activos de la familia; *iii*) intercambio de información entre los miembros activos de la familia; *iv*) continuidad generacional; *v*) lazos entre la familia y los empleados; e *vi*) identidad de la empresa familiar.

Ambas escalas constituyen el desarrollo teórico de una definición, siendo la *escala F-PEC* el sistema de clasificación más empleado por los académicos (Jaskiewicz et al., 2005; Holt et al.,

2010; Koropp et al., 2014; Sarstedt et al., 2014; Rau et al., 2018). Sin embargo, la mayoría de los estudios que la utilizan tienen como objetivo examinar la validez y fiabilidad de dicha escala en lugar de analizar las cuestiones trascendentales de la empresa familiar (Hernández-Linares et al., 2017). Además, esta propuesta no está exenta de limitaciones, fundamentalmente desde el punto de vista de la medición de algunos de sus ítems —como la cultura—, lo que ocasiona que los diferentes autores validen solo la subescala de poder, estudiando la propiedad familiar, el consejo de administración o el consejo de supervisión.

Adicionalmente, algunos autores también han propuesto en sus estudios sistemas de clasificación que establecen diferentes grados de implicación familiar, así como diversas categorías o tipologías de empresa familiar —oscilando entre tres y treinta y dos categorías— (Shanker & Astrachan, 1996; Klein, 2000; Dyer, 2006; Westhead & Howorth, 2007; García-Castro & Sharma, 2011; Dekker et al., 2012; Nordqvist et al., 2014; Diéguez-Soto et al., 2015), no habiendo sido aplicadas posteriormente por otros investigadores (Hernández-Linares et al., 2017).

II.4.1. PRINCIPALES FUENTES DE HETEROGENEIDAD

La naturaleza heterogénea de la empresa familiar puede ser capturada teniendo en cuenta los diferentes objetivos, recursos y sistemas de organización y gobierno que presenta cada una de ellas (Chua et al., 2012; Chrisman et al., 2013). Estos tres elementos permiten diferenciar no solo las empresas familiares de las empresas no familiares, sino también el propio comportamiento de cada una de las empresas familiares que forma parte de este grupo (Michiels & Molly, 2017).

En primer lugar, señalamos el papel de los objetivos de la empresa familiar. Autores como Gómez-Mejía et al. (2007, 2011), Berrone et al. (2012), Holt et al. (2017), Kotlar et al. (2017)

o Molly et al. (2019) reconocen que tanto los objetivos centrados en la familia —por ejemplo, la conservación del control o la armonía familiar— como los objetivos centrados en la empresa —por ejemplo, la maximización del beneficio o el crecimiento de su valor financiero— varían ampliamente entre empresas familiares según la estructura y composición de cada una de ellas, constituyendo así la primera fuente sustancial de heterogeneidad de este grupo de empresas.

En segundo lugar, hablamos de los recursos de la empresa familiar como otra posible causa de heterogeneidad (Barney, 1991; Sirmon & Hitt, 2003). Destaca fundamentalmente el concepto de familiaridad o *familiness*, recurso intangible único de la empresa familiar que refleja la verdadera esencia que subyace tras un negocio de este tipo, definiendo así su visión y sus intenciones en el mercado. Este fenómeno resulta de la interacción de la familia y la empresa como sistemas. El grupo familiar ofrece ventajas en cuanto a la organización empresarial, ya que los lazos sociales implícitos —que son indicativos de la relación familiar— sustituyen las relaciones contractuales y formales explícitas que predominan en las empresas no familiares (Vallejo-Martos, 2011a). Además, los recursos suelen ir en consonancia con los propios objetivos de la empresa (Chrisman et al., 2013), así como con su capital humano —por el patrón de familiaridad latente entre la mayoría de los miembros—.

La tercera fuente de heterogeneidad la constituye el propio sistema de organización y gobierno implementado en la empresa familiar (Chrisman et al., 2018; Daspit et al., 2018). Dadas sus circunstancias particulares, cada empresa se configura siguiendo un patrón único de implicación familiar de sus miembros, variando, por ejemplo, según la proporción de componentes de la familia respecto al total de miembros en los diferentes órganos de gobierno, las relaciones entre ellos, su posición jerárquica, etcétera. Es decir, los roles de propietarios, directores y miembros del órgano de administración marcan la *personalidad* propia de cada empresa, lo que, sin duda, influye en sus objetivos y determina su comportamiento.

Por último, hacemos alusión a un matiz relevante. Las empresas son entes cambiantes; evolucionan y modifican su condición o comportamiento con el paso del tiempo. Esto se erige en un factor importante para las empresas en general y para las empresas familiares en particular, ya que lleva consigo la incorporación al negocio de las sucesivas generaciones de la familia. De este modo, la generación familiar al frente de la empresa condicionará sus objetivos, recursos y sistemas de dirección y gobierno, convirtiéndose pues en otra fuente importante de heterogeneidad.

En resumen, a los dos problemas identificados en el epígrafe II.3, es decir, la ausencia de una definición de empresa familiar ampliamente aceptada y la falta de unanimidad en la medición de los criterios utilizados para ello, se une la insuficiente consideración de la citada heterogeneidad existente dentro de este grupo de empresas. Por tanto, constituye un paso importante seguir profundizando en el comportamiento de la empresa familiar desde el punto de vista de su naturaleza heterogénea.

II.5. LA EMPRESA FAMILIAR EN CIFRAS

Terminamos el Capítulo II presentando algunos de los datos más relevantes de las empresas familiares en el mundo y, especialmente, en España.

La empresa familiar constituye un pilar relevante para la mayoría de las economías del mundo. Ha experimentado un gran desarrollo en las últimas décadas, creando una fuente de crecimiento económico y empleo (Meneses et al., 2014), y erigiéndose en el tipo de organización predominante (Bhattacharya & Ravikumar, 2001; Chrisman et al., 2005; Hiebl, 2015; Acedo-Ramírez et al., 2017; Motylska-Kuzma, 2017; Madaleno & Vieira, 2018; Moussa & Elgiziry, 2019). En la Tabla II.1, encontramos las principales cifras de la empresa familiar en cuanto a su contribución al tejido empresarial o productivo, al producto interior bruto (PIB) y a la

creación de empleo en diferentes países del mundo —subrayando así su papel como principal motor de la economía—.

Si nos centramos en el ámbito geográfico que va a ocupar nuestro estudio, la economía española, destacamos no solo la importancia de la empresa familiar en términos cuantitativos —como se puede ver en la Tabla II.1—, sino también su trascendencia cualitativa. Por la filosofía de negocio que subyace tras este grupo de empresas, y sin importar la merma que suponga para su rentabilidad, siempre han demostrado un gran compromiso con la creación de empleo y el medio ambiente, sobre todo durante la crisis económica de 2008 (Instituto de la Empresa Familiar, 2018).

Tabla II.1.

Principales cifras de la empresa familiar según países

País	Representación	Contribución al PIB	Contribución al empleo	Fuente
Estados Unidos	90%	64%	62%	Siebels & Zu Knyphausen-Aufseß (2012), Kudlats & Mcdowell (2015), Moussa & Elgiziry (2019)
Oriente Medio y África del Norte	90%	80%	70%	Moussa & Elgiziry (2019)
Suecia	>50%	>1/3	>1/3	Andersson et al. (2018)
Alemania	60%	66%	75%	Bhattacharya & Ravikumar (2001), Jaskiewicz et al. (2005)
Italia	83%	2/3	79%	Colarossi et al. (2008), Roffia et al. (2021)
Portugal	80-85%	70%	75%	Cortés & Botero (2016)
España	90%	60%	70%	Instituto de la Empresa Familiar (2018)

Nota. Elaboración propia.

En cuanto al perfil de la empresa familiar española dibujado por el Instituto de la Empresa Familiar (2018), predomina la micro y pequeña empresa dedicada al comercio al por mayor y a la industria manufacturera. Con una media de edad de 30 años, suelen convivir varias

generaciones al frente del negocio con diferentes cargos, y en torno al 95% de la estructura de propiedad total está en manos de la familia.

Mención especial requiere la actividad internacional de la empresa familiar española, ya que abundan las empresas que no desarrollan ningún tipo de negocio en el extranjero. Si bien diversos autores exponen que es más difícil que se preste atención a la estrategia de internacionalización cuando la familia ostenta un porcentaje sustancial de la propiedad de la empresa (Kidwell et al., 2020), hacerlo en el futuro constituye uno de sus principales retos.

Por último, a partir de las ocho ediciones del *Barómetro de la Empresa Familiar Española*, elaborado por KPMG, SA (2013, 2014, 2015a, 2015b, 2016, 2017, 2018, 2019), ratificamos el perfil anteriormente definido y ofrecemos una descripción aproximada acerca de la evolución de las empresas familiares españolas para el período 2013-2019.

Por una parte, cada vez son más las empresas que han aumentado tanto su volumen de facturación como el tamaño de su plantilla. De esta forma, las empresas familiares en nuestro país crecen y se fortalecen con el paso de los años. Sin embargo, en cuanto a la presencia en los mercados extranjeros, pese a ser un reto importante, hoy en día la mayoría de ellas siguen sin tomar el impulso necesario. Esto se debe, bien a la gran cantidad de barreras de entrada que encuentran en otros países, o bien a ese miedo a lo desconocido y a perder el control de la empresa.

Por otra parte, también ha cambiado la actitud de las empresas familiares frente a su futuro más inmediato en este período de tiempo. Así, predominan las empresas con una actitud optimista de cara a su desarrollo, mientras que el número de empresas con una actitud negativa se ha ido reduciendo; salvo en este último año. Esto es debido, entre otros aspectos, a la percepción de una creciente desaceleración de la economía global. De igual forma, es muy probable que esta tendencia continúe debido a la situación provocada por la pandemia de la COVID-19.

CAPÍTULO III.

Estructura de Capital de la Empresa Familiar

III.1. UNA PRIMERA APROXIMACIÓN A LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA FAMILIAR

Se podría definir la *estructura de capital* de la empresa como la combinación de recursos propios y ajenos que financia sus activos, persiguiendo, entre otras muchas metas, la maximización del valor de la misma (Ramírez-Herrera & Palacín-Sánchez, 2018). En el caso particular de la empresa familiar, las decisiones sobre la estructura de capital están ligadas a gran parte de sus objetivos, como la internacionalización (Benito-Hernández et al., 2014; Michiels & Molly, 2017) o el proceso de sucesión (Kimhi, 1997; Molly et al., 2010; Michiels & Molly, 2017). De este modo, la elección de determinadas fuentes de financiación tendrá una repercusión especial en sus estrategias y le permitirá aprovechar diferentes oportunidades de inversión, impactando notablemente en la productividad y el crecimiento del negocio (Iqbal et al., 2012; Koropp et al., 2014; Gomis & Khatiwada, 2016; Michiels & Molly, 2017; G. Anderson & Raissi, 2018; López-Delgado & Diéguez-Soto, 2020).

Asimismo, los aspectos únicos y distintivos de la empresa familiar —como la intención de preservar el negocio en manos de los miembros de la familia, su supervivencia para convertirse en el legado de las futuras generaciones, etcétera— tienen una repercusión significativa en las decisiones financieras. Esto ha llevado a numerosos investigadores a analizar la estructura de capital de este grupo de empresas; en concreto, su nivel de endeudamiento (Romano et al., 2001; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Molly et al., 2010, 2019; González et al., 2013;

Gottardo & Moisello, 2014; Díaz-Díaz et al., 2016; Acedo-Ramírez et al., 2017; Lardon et al., 2017), por considerarse generalmente la deuda como la fuente de financiación preferida por la empresa familiar cuando se plantea el uso de recursos externos (Michiels & Molly, 2017).

En este sentido, encontramos dos vertientes claramente diferenciadas en la literatura previa. En primer lugar, los académicos han tratado de identificar las divergencias que existen entre las empresas familiares y no familiares en lo que a su nivel de deuda se refiere. Pese a que algunas investigaciones no encuentran discrepancias entre ambos grupos (Coleman & Carsky, 1999; R. C. Anderson & Reeb, 2003), la mayoría revelan que la naturaleza familiar sí tiene un impacto significativo en su nivel de endeudamiento; sin embargo, aún no se ha consensuado la dirección de dicha influencia. Mientras que algunos trabajos concluyen que la empresa familiar presenta menores niveles de endeudamiento que la empresa no familiar (Mishra & McConaughy, 1999; McConaughy & Phillips, 1999; McConaughy et al., 2001; Gallo et al., 2004; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Ampenberger et al., 2013; Schmid, 2013; Santos et al., 2014; Segura & Formigoni, 2014; Lean et al., 2015; Benkraiem et al., 2018; Diéguez-Soto & López-Delgado, 2019; Ntoun et al., 2020; Mbanye, 2020; Hansen & Block, 2021), otros estudios encuentran un mayor nivel de endeudamiento en las empresas familiares respecto a las no familiares (Blanco-Mazagatos et al., 2007; Setia-Atmaja et al., 2009; Setia-Atmaja, 2010; Croci et al., 2011; Gottardo & Moisello, 2014; Burgstaller & Wagner, 2015; Díaz-Díaz et al., 2016; Mulyani et al., 2016; Acedo-Ramírez et al., 2017; Thiele & Wendt, 2017; ElBannan, 2017; Ramalho et al., 2018; Yousaf et al., 2019; Kharabsheh et al., 2019)¹⁰.

Más recientemente, ha surgido otra línea de investigación —hasta el momento, menos trabajada que la primera— que pretende enfatizar las diferencias existentes en las decisiones

¹⁰ Todos los estudios incorporan la variable empresa familiar como una variable dicotómica o *dummy*.

financieras de los diversos tipos o categorías de empresa familiar. Para ello, los autores estudian el papel de la propiedad¹¹ (Romano et al., 2001; Schulze et al., 2003; King & Santor, 2008; Al-Ajmi et al., 2009; Bjuggren et al., 2012; González et al., 2013; Keasey et al., 2015; Baek et al., 2016; Bacci et al., 2018; Gottardo & Moisello, 2019; Poletti-Hughes & Martínez Garcia, 2020), la dirección (Amore et al., 2011; Chua et al., 2011; Ampenberger et al., 2013; González et al., 2013; Baek et al., 2016; Lardon et al., 2017; Gottardo & Moisello, 2019; López-Delgado & Diéguez-Soto, 2020), el órgano de administración (Chua et al., 2011; González et al., 2013), la sucesión (Molly et al., 2010, 2012; Gottardo & Moisello, 2019) o la importancia otorgada a la riqueza socioemocional por parte de los propietarios y directores familiares (Molly et al., 2019; Baixauli-Soler et al., 2021) como causantes de dicha heterogeneidad. Sin embargo, al igual que ocurre con la tendencia anterior, los estudios ofrecen evidencia empírica en sentido positivo y negativo, de modo que tampoco se ha consensuado la dirección de la influencia de estos factores sobre el nivel de endeudamiento de la empresa familiar.

Los resultados que se derivan de las tendencias anteriores se sustentan en dos de las principales motivaciones que determinan la estructura de capital de la empresa familiar desde el punto de vista de la demanda de fondos. Por una parte, subrayamos la aversión al riesgo de los miembros familiares implicados en el negocio (Diéguez-Soto & López-Delgado, 2019). Si la familia ejerce el control sobre las decisiones financieras de la empresa —por ejemplo, a través del órgano de administración—, ésta tratará de adquirir un menor nivel de deuda para evitar el efecto sustitución entre el control directo familiar y el control indirecto de sus acreedores (González et al., 2013). Además, los miembros familiares también podrán mostrar una excesiva aversión al riesgo debido a la probabilidad de quiebra derivada de la propia presencia de la

¹¹ En su mayoría, las investigaciones cuyo objetivo es indagar las diferencias entre empresas familiares y no familiares utilizan también como criterio la propiedad.

deuda en la empresa —algo coherente si se tiene en cuenta que el grupo familiar, a menudo, suele comprometer hasta su propio patrimonio personal—.

Por otra parte, destacamos la preocupación de la familia por la pérdida de control del negocio, lo que apoya el mayor endeudamiento de la empresa familiar. Como ya hemos mencionado anteriormente, aunque empresas familiares y no familiares persiguen objetivos centrados en el negocio, en las empresas familiares coexisten también objetivos centrados en la familia, como la preservación de la armonía o del control familiar (Chrisman et al., 2012). Así, velando por sus necesidades afectivas o riqueza socioemocional (Gómez-Mejía et al., 2007), la empresa familiar optará por endeudarse en lugar de emitir nuevas acciones cuando requiera financiación adicional —dado el carácter limitado de los recursos generados internamente—, tratando de evitar la entrada de accionistas externos que diluya la propiedad y reduzca la influencia familiar.

En cualquier caso, ambas relaciones parecen razonables desde un punto de vista económico, social y emocional. Se sustentan en la lógica particular que subyace tras el proceso de toma de decisiones de la empresa familiar —consecuencia de los factores no financieros o afectivos que se derivan de la presencia de la familia en la empresa— (Motylska-Kuzma, 2017), estando la clave en alcanzar el equilibrio entre la aversión al riesgo empresarial y el deseo de conservar el control en manos de los miembros familiares.

Por último, a la hora de interpretar los resultados de los estudios referentes a la financiación de las empresas, conviene incorporar también la perspectiva del oferente de fondos (Chua et al., 2011; Molly et al., 2019). Así, la cantidad de recursos disponibles en el mercado crediticio es relevante para explicar cómo se configura la estructura de capital de los negocios. Las políticas de la Unión Europea (UE) reconocen que uno de los principales retos al que se enfrenta la empresa familiar hoy día es el acceso a la financiación (Michiels & Molly, 2017), ya que la

percepción que tienen los prestamistas sobre el riesgo de este grupo de empresas condiciona la decisión sobre la concesión de créditos, así como la cantidad de dinero disponible y el coste de la deuda.

Por un lado, los mayores costes de agencia generados por el autocontrol de la empresa familiar, el altruismo de los miembros de la familia (Gómez-Mejía et al., 2001; Schulze et al., 2002; Lubatkin et al., 2005) y el riesgo de posibles comportamientos oportunistas de los responsables de la toma de decisiones —quienes tratarían de maximizar sus propios intereses en detrimento de los objetivos de la empresa— (Jensen & Meckling, 1976) incrementan la percepción de riesgo de los prestamistas. En consecuencia, las empresas familiares soportarán mayores ineficiencias, provocando así un aumento de las restricciones financieras —mayor coste de la deuda, por ejemplo— e incluso dificultando el acceso al mercado crediticio (Duréndez et al., 2019). En la misma línea, y por la presencia de los objetivos centrados en la familia, la rentabilidad de la empresa podrá verse mermada, lo que igualmente desmotiva a los prestamistas para la concesión de créditos (Diéguez-Soto & López-Delgado, 2019).

Por otro lado, los acreedores también podrán percibir un menor riesgo de la empresa familiar y facilitar su acceso a la financiación a un coste menor. Esta idea se apoya fundamentalmente en la orientación a largo plazo de las empresas familiares (González et al., 2013; Arregle et al., 2017; Chrisman et al., 2018; Hillier et al., 2018; Le Breton-Miller & Miller, 2018), en la suposición de que los valores familiares —como la confianza y el paternalismo— pueden fomentar un clima de mayor compromiso hacia la entidad (Duréndez et al., 2019), así como en la creencia de que estas empresas presentan menores costes de agencia debido a la coincidencia de la propiedad y el control (Jensen & Meckling, 1976).

A continuación, pasamos a examinar cada una de las teorías que ha sido utilizada por los investigadores para respaldar sus estudios en torno a la estructura de capital de la empresa familiar.

III.2. PRINCIPALES ENFOQUES TEÓRICOS

La teoría del equilibrio financiero o *trade-off theory* (Modigliani & Miller, 1963), la teoría de la agencia (Jensen & Meckling, 1976) y la teoría de la jerarquía de preferencias o *pecking order theory* (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984) son los enfoques más utilizados para apoyar las decisiones financieras de las empresas. Sin embargo, el análisis de los elementos que se derivan de dichas teorías parece no ser suficiente para comprender la motivación que impulsa este tipo de decisiones en la empresa familiar.

En estas teorías de la estructura de capital predomina un enfoque eminentemente financiero, quedando en segundo plano cualquier otro aspecto u objetivo no económico de las empresas, como la reputación de la familia (Arregle et al., 2007; Diéguez-Soto & López-Delgado, 2019), las emociones (Michiels & Molly, 2017) o la atención a las futuras generaciones (Casson, 1999; López-Delgado & Diéguez-Soto, 2020). Debido a la influencia de este tipo de objetivos en la empresa familiar, las teorías anteriores no son capaces de describir totalmente su comportamiento financiero. Dicho de otro modo, por su particular idiosincrasia, el comportamiento financiero de la empresa familiar podrá ser diferente al de la empresa no familiar (López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007), siendo necesario complementar las teorías tradicionales de la estructura de capital con otros enfoques que presten especial atención a las preferencias y valores personales de los propietarios y directores familiares (Romano et al., 2001).

Con este fin, a medida que el campo de investigación ha ido evolucionando, los académicos han sugerido una batería de paradigmas para examinar tales cuestiones idiosincrásicas de la empresa familiar. Estos paradigmas se han tomado prestados de otros ámbitos, especialmente de la dirección estratégica. Destacamos, por un lado, la teoría de la administración¹² (J. H. Davis et al., 1997) y la visión basada en los recursos¹³ (Barney, 1991; Castanias & Helfat, 1991, 2001), enfocadas fundamentalmente en cuestiones de gobierno corporativo —tal y como expusimos en el Capítulo II—; y, por otro lado, la teoría del comportamiento planeado (Ajzen, 1991).

Sin embargo, las cuestiones fundamentales que son únicas y exclusivas de la empresa familiar —en su mayoría de carácter no financiero— son, en el mejor de los casos, tangenciales en las formulaciones anteriores. Según Berrone et al. (2012), los paradigmas importados y diseñados para empresas en las que se presuponen solo los medios económicos no son suficientes para abordar adecuadamente la singularidad de la empresa familiar, derivando esta práctica, a menudo, hacia resultados empíricos contradictorios. En respuesta a dicha necesidad, Gómez-Mejía et al. (2007) proponen un nuevo modelo teórico *autóctono* para los estudios en el ámbito de la empresa familiar, que denominan teoría de la riqueza socioemocional o *socioemotional wealth* (SEW).

¹² La teoría de la administración o *stewardship theory* es uno de los principales paradigmas del gobierno corporativo y se basa en las motivaciones intrínsecas de los individuos (Corbetta & Salvato, 2004; Miller & Le Breton-Miller, 2006). Prima el buen hacer del administrador y el fomento de los beneficios de la empresa en lugar de potenciar sus propios intereses.

¹³ La visión basada en los recursos o *resource-based view* asume que los rendimientos obtenidos por las empresas son, en gran medida, atribuibles a sus recursos. Por tanto, sostiene que la fuente de ventaja competitiva para la empresa se basa en la disponibilidad de recursos estratégicos idiosincrásicos que, a su vez, son valiosos, raros, difícilmente imitables y no sustituibles (Habbershon & Williams, 1999; Habbershon et al., 2003; Siebels & Zu Knyphausen-Aufseß, 2012).

En los siguientes subepígrafes, desarrollamos con detalle cada una de las principales teorías citadas anteriormente, y que han sido aplicadas al estudio de la estructura de capital de la empresa familiar.

III.2.1. TEORÍA DEL EQUILIBRIO FINANCIERO O *TRADE-OFF THEORY*

Aunque a comienzos de la década de 1950 ya se empezó a cuestionar la existencia de una estructura de capital óptima, no fue hasta 1958 cuando se publicó el primer trabajo concluyente al respecto —la llamada tesis tradicional—. Así, Modigliani & Miller (1958) enunciaron que, bajo el supuesto de mercados de capitales perfectos, es decir, con ausencia de impuestos y costes de transacción, entre otras imperfecciones del mercado, las decisiones financieras y, en consecuencia, la deuda, son irrelevantes para la empresa. De este modo, el valor del negocio no se ve afectado por la estructura de capital, sino por sus propios resultados.

Una de las hipótesis de partida más cuestionada de este planteamiento es la referente a la existencia de mercados de capitales perfectos¹⁴ y todo lo que ello supone, lo que llevó a estos autores a corregir su anterior trabajo en 1963. Consecuencia de esta revisión, enunciaron la teoría del equilibrio financiero, que establece un nivel de deuda óptimo que guía las decisiones financieras de las empresas. Este nivel óptimo coincide con el punto donde los costes de quiebra derivados de un mayor endeudamiento se igualan a los beneficios fiscales de la deuda (Modigliani & Miller, 1963), combinando así sus principales ventajas e inconvenientes. Como resultado, cuando la empresa se aleja de esta ratio óptima en su funcionamiento diario, tomará

¹⁴ Entre las principales imperfecciones del mercado, que dan lugar a las teorías tradicionales de la estructura de capital, destacan el efecto impositivo de la deuda, las dificultades financieras, los conflictos de intereses entre los principales grupos de la empresa y la existencia de información asimétrica (Ramírez-Herrera & Palacín-Sánchez, 2018).

decisiones para volver a alcanzar el equilibrio. Estos autores fueron los primeros en considerar la influencia de los impuestos sobre la estructura de capital de las empresas.

Del párrafo anterior se extraen las dos variables que condicionan la estructura de capital óptima. Por un lado, los beneficios fiscales que la deuda otorga a las empresas que recurren a ella. Y, por otro lado, los costes de quiebra, de manera que cuanto mayor sea el nivel de endeudamiento de la empresa, mayor será la probabilidad o el riesgo de insolvencia si ésta no es capaz de afrontar sus pagos. A su vez, estos costes pueden ser directos —gastos de administración, gastos de notaría, tasas, etcétera— o indirectos —por ejemplo, una posible situación de insolvencia debilita la imagen de la empresa frente a sus acreedores, haciendo que éstos pierdan toda su confianza en ella—. Cabe señalar que el nivel óptimo de deuda arriba mencionado variará en función de las circunstancias propias de cada empresa, así como del sector en el que opere.

Finalmente, han sido varios los autores que han apoyado en esta teoría los resultados de sus investigaciones sobre la estructura de capital de la empresa familiar, como López-Gracia & Sánchez-Andújar (2007), Al-Ajmi et al. (2009), Burgstaller & Wagner (2015), Acedo-Ramírez et al. (2017), Gottardo & Moisello (2019), Kharabsheh et al. (2019) o Yousaf et al. (2019).

III.2.2. TEORÍA DE LA AGENCIA

El segundo enfoque que presentamos encuentra su origen fundamentalmente en el conflicto de intereses que surge a causa de las asimetrías de información existentes entre los principales grupos de interés de la empresa, y estudia la estructura de capital desde esta perspectiva (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983). Así, la llamada teoría de la agencia persigue una

estructura óptima que minimice dicho conflicto y, en consecuencia, los costes de agencia que de él se derivan¹⁵, pero que maximice siempre el valor de la empresa.

Para Jensen & Meckling (1976), dos son las relaciones que encajan perfectamente con la definición de una relación de agencia pura. Por un lado, la relación entre los accionistas y el director ejecutivo de la empresa. Y, por otro lado, la relación entre los accionistas y los obligacionistas de la misma. Aunque en su estudio limitan su atención a una pequeña parte de este problema —fundamentalmente al análisis de los costes de agencia generados por los acuerdos contractuales entre los propietarios y la alta dirección de la empresa—, estos conflictos han sido extendidos y clasificados por diversos autores según los principales grupos de interés implicados, siguiendo el esquema que se presenta a continuación (Villalonga et al., 2015; Hillier et al., 2018).

En primer lugar, en línea con los precursores de esta teoría, nos encontramos con el conflicto de intereses entre accionistas y directores, denominado *problema de agencia I*. Surge de la separación de la propiedad y el control. Las desavenencias entre ambos grupos son indudables, ocasionadas básicamente por la discrepancia entre sus objetivos y motivaciones, así como por la diferencia en la cantidad y tipo de información que manejan, y por su particular percepción del riesgo —aversión o no— (Jensen & Meckling, 1976). Un ejemplo claro de este conflicto entre el principal y el agente es la predisposición de algún director a anteponer sus objetivos personales —prestigio, mayores retribuciones— a los propios objetivos de la empresa, lo cual irá en detrimento de la creación de valor y, por tanto, mermará la rentabilidad de los accionistas.

¹⁵ Los costes de agencia surgen en cualquier situación que implique un esfuerzo de cooperación o relación de agencia entre dos o más personas, fundamentalmente entre el principal —accionista o persona que contrata— y el agente —director o persona contratada—. Jensen & Meckling (1976) los definen como la suma de los costes de control por parte del principal, es decir, de supervisar el comportamiento del agente a través de restricciones presupuestarias, políticas de compensación, normas de funcionamiento, etcétera; los costes de garantía de fidelidad del agente, a fin de asegurar que éste no tome ciertas medidas que perjudiquen al principal; y la pérdida residual, es decir, las discrepancias entre las decisiones del principal y el agente.

En segundo lugar, hablamos del *problema de agencia II* o conflicto de intereses entre accionistas. Aparece cuando la propiedad no se reparte por igual entre todos los socios, de modo que aquellos que se encuentran en una posición de poder minoritaria podrán ver reducida su riqueza potencial debido a la limitada facultad de participación y decisión. Los conflictos más extendidos dentro de esta categoría se derivan de la existencia de accionistas mayoritarios, quienes se podrían aprovechar de su posición de control frente a aquellos minoritarios (R. C. Anderson & Reeb, 2004; Samara & Berbegal-Mirabent, 2018).

Por último, el *problema de agencia III* se refiere al conflicto de intereses entre accionistas y acreedores¹⁶. Aunque la maximización del valor de la empresa es uno de los objetivos prioritarios de accionistas y prestamistas —de modo que los primeros ven incrementada su riqueza y los segundos aseguran el cobro de sus deudas—, también aparecen discrepancias entre los intereses de ambos grupos. Un ejemplo claro sería el desplazamiento o transferencia del riesgo, de manera que la principal preocupación de los acreedores estaría motivada por la sustitución de activos o por la sobreinversión (Hillier et al., 2018).

Tales costes de agencia derivados del conflicto entre los grupos de interés de la empresa —accionistas, directores y acreedores— condicionan sus objetivos, así como sus principales decisiones estratégicas. Por tanto, constituye también una teoría ampliamente utilizada por los autores para sustentar los resultados de sus estudios sobre la empresa familiar (Blanco-Mazagatos et al., 2007; Setia-Atmaja et al., 2009; Molly et al., 2010; Croci et al., 2011; Schmid, 2013; Díaz-Díaz et al., 2016; Acedo-Ramírez et al., 2017).

En las empresas que forman parte de este grupo, el conflicto existente entre accionistas y directores o *problema de agencia I* surge, fundamentalmente, cuando han tenido lugar dos de

¹⁶ Pese a no profundizar tanto en él, Jensen & Meckling (1976) ya esbozaron este conflicto en su trabajo.

los acontecimientos más importantes en la vida de toda empresa familiar: el proceso de sucesión, transmitiendo el poder a la segunda o sucesivas generaciones, y la profesionalización del negocio, designando a un director ejecutivo externo. Por su parte, el conflicto de intereses entre accionistas o *problema de agencia II* se deriva, por ejemplo, de la dispersión de la propiedad en las empresas familiares con diferentes generaciones activas, dada la coexistencia de dos o más familias propietarias; o de la presencia de accionistas familiares y no familiares en la estructura de propiedad —no siempre se reparte por igual—.

En cuanto al conflicto de intereses entre accionistas y acreedores o *problema de agencia III*, como ya se ha comentado previamente, algunos de los objetivos particulares de la empresa familiar minimizan tales costes de agencia, favoreciendo así el acceso a la deuda (Hillier et al., 2018). Hablamos, por ejemplo, de la mayor aversión de estas empresas a las grandes inversiones —como las orientadas a la internacionalización—; del deseo de continuidad generacional y la orientación a largo plazo del negocio (Casson, 1999; López-Delgado & Diéguez-Soto, 2020); o de la importancia prestada a la preservación de la reputación y el nombre de la empresa (Arregle et al., 2007; Diéguez-Soto & López-Delgado, 2019), siendo así más probable que maximicen el valor del negocio que el de los propios accionistas familiares (Yu-Thompson et al., 2016). Por el contrario, otras cualidades de las empresas de este grupo, como el mayor nepotismo presente en los miembros de la familia o el altruismo familiar, maximizan los costes de agencia derivados del conflicto entre prestatarios y prestamistas, dificultando en este caso el acceso a la deuda (Chua et al., 2011).

Sumado a lo anterior, la empresa familiar es potencialmente sensible a un último tipo de conflicto, el cual, a su vez, es exclusivo de estas empresas. Hablamos del llamado *problema de agencia IV* o conflicto de intereses entre accionistas familiares y el resto de la familia no implicada en la empresa —ni en propiedad, ni en dirección, ni en administración—. Este

problema está fuertemente ligado a la preservación de la reputación de la familia. En este sentido, aunque no todos los miembros del grupo familiar participen activamente en el negocio, las acciones de la empresa familiar —positivas o negativas— repercutirán en la familia al completo a consecuencia del fuerte vínculo que existe entre ambos sistemas (Villalonga et al., 2015); por ejemplo, a través de la utilización del apellido familiar como denominación social.

III.2.3. TEORÍA DE LA JERARQUÍA DE PREFERENCIAS O *PECKING ORDER THEORY*

La teoría de la jerarquía de preferencias, desarrollada por Myers (1984) y Myers & Majluf (1984), postula que el coste de los recursos financieros aumenta con las asimetrías de información, de modo que la estructura de capital de las empresas se configura de acuerdo a un orden jerárquico. A diferencia de la teoría del equilibrio financiero, este enfoque no considera la existencia de una estructura de capital óptima, es decir, una combinación perfecta de capital y deuda que equilibre sus ventajas e inconvenientes. En su defecto, propone una escala jerárquica de las fuentes financieras preferidas por cada empresa.

Esta jerarquía es el resultado, por un lado, del coste de cada una de las fuentes financieras que la empresa tiene a su disposición; y, por otro lado, de las asimetrías de información entre las personas que forman parte de la empresa y aquellas externas a la misma —por ejemplo, los directores tendrán más información sobre el verdadero valor de los activos de la empresa y las oportunidades de crecimiento futuro que los inversores ajenos a ella—. En un contexto de información asimétrica, el coste de los recursos financieros externos será mayor que el coste de los recursos internos.

Así, los principales supuestos de esta teoría se apoyan en una publicación previa de Donaldson (1961), y establecen que las empresas prefieren la financiación interna frente a la financiación externa, ya que está poco o nada influida por las asimetrías de información. En caso de que la

financiación interna sea insuficiente y se precisen recursos externos, las empresas optan, en este orden, por la emisión de deuda, seguida de valores híbridos —por ejemplo, los bonos convertibles—, y la emisión de acciones como último recurso. A medida que avanzamos en la jerarquía establecida, se incrementa el coste de los recursos utilizados.

Igualmente, constituye una teoría ampliamente respaldada por diversos autores dedicados al estudio de la empresa familiar, como Blanco-Mazagatos et al. (2007), López-Gracia & Sánchez-Andújar (2007), Molly et al. (2012), Acedo-Ramírez et al. (2017), Vieira (2017), Benkraiem et al. (2018) o Yousaf et al. (2019).

III.2.4. TEORÍA DEL COMPORTAMIENTO PLANEADO

La teoría del comportamiento planeado relaciona las intenciones y los comportamientos de los individuos con tres variables. Primero, las actitudes, de naturaleza personal, que se refieren a la evaluación favorable o desfavorable que la persona hace de las posibles consecuencias de un comportamiento dado. Segundo, las normas subjetivas, de naturaleza social, que aluden al sentimiento del individuo que toma la decisión sobre las expectativas respecto a dicho comportamiento de otras personas significativas para él —por ejemplo, la familia o los amigos—. Y, por último, el control del comportamiento percibido, que hace alusión a la facilidad o dificultad percibida por el individuo para llevar a cabo un comportamiento dado, en función de sus sentimientos y de la presencia de ciertos factores que condicionan dicha conducta (Ajzen, 1991; Carr & Sequeira, 2007; Koropp et al., 2014; De Massis et al., 2016).

Koropp et al. (2014) adaptaron la teoría del comportamiento planeado al ámbito de la estructura de capital de la empresa familiar a fin de superar ciertas limitaciones de los enfoques tradicionales anteriores. Puesto que las decisiones financieras suelen ser tomadas por miembros de la familia —de modo que estarán impregnadas de los valores y creencias del grupo

familiar—, estos autores concluyeron que las actitudes, las normas y los comportamientos familiares influyen en la intención de utilizar deuda o capital externo. El punto de vista u opinión de los principales directores familiares, quienes pueden demostrar preocupación por la pérdida de control o aversión al riesgo, repercute sobre las decisiones financieras de la empresa familiar, lo que, sin duda, condicionará la configuración de su estructura de capital (Barton & Gordon, 1988; Matthews et al., 1994; Romano et al., 2001).

III.2.5. TEORÍA DE LA RIQUEZA SOCIOEMOCIONAL

La teoría de la riqueza socioemocional sugiere que la empresa familiar suele estar motivada y comprometida con la preservación de los aspectos no financieros o necesidades afectivas de los propietarios familiares (Gómez-Mejía et al., 2007, 2011; Berrone et al., 2012; Leitterstorf & Rau, 2014; Kotlar et al., 2017). En esta formulación, las ganancias o pérdidas de dicha riqueza —bienestar familiar— representan el marco de referencia fundamental para la toma de las principales decisiones estratégicas (Berrone et al., 2012).

Más ampliamente, la riqueza socioemocional de la empresa familiar se presenta en una gran variedad de formas (Gómez-Mejía et al., 2007), incluyendo, por ejemplo, la capacidad de ejercer autoridad (Schulze et al., 2003); la satisfacción de las necesidades de pertenencia, afecto e intimidad de sus miembros (Kepner, 1983); la perpetuación de los valores familiares a través de la empresa (Handler, 1990); la preservación de la dinastía familiar (Casson, 1999); la conservación del capital social (Arregle et al., 2007); el cumplimiento de las obligaciones familiares basadas en los lazos de sangre y no en criterios estrictos de competencia (Athanassiou et al., 2002); o la oportunidad de ser altruista con los miembros de la familia (Schulze et al., 2003).

A diferencia de las empresas no familiares, la empresa familiar busca un equilibrio entre la riqueza financiera o *financial wealth* (FW) y la riqueza socioemocional o *socioemotional wealth* (SEW), al considerar objetivos económicos y no económicos en la toma de decisiones (Gómez-Mejía et al., 2007, 2011; Kotlar et al., 2017). Es decir, mientras que los objetivos económicos —como la maximización del beneficio o el crecimiento del valor financiero— son comunes a todo tipo de empresas, las empresas familiares persiguen, además, ciertos objetivos centrados en la familia —como la conservación del control familiar, la armonía familiar o el empleo de miembros familiares— (Molly et al., 2019).

En este sentido, según la teoría de la riqueza socioemocional, la empresa familiar elige la alternativa de mantener el control en manos de la familia, aunque esto signifique un mayor riesgo para el negocio (Gómez-Mejía et al., 2007; Minichilli et al., 2014; Hauck et al., 2016; Molly et al., 2019)¹⁷. Este modelo considera la renuncia a los aspectos no económicos como una pérdida importante y, de acuerdo con una perspectiva conductual, la empresa estará dispuesta a aceptar un mayor riesgo de rendimiento¹⁸ para mitigar esa pérdida (Gómez-Mejía et al., 2007). Asimismo, esta teoría se erige en el paradigma más importante para algunos autores a la hora de entender por qué las empresas familiares son únicas y se comportan de manera diferente (Berrone et al., 2012; Hauck et al., 2016).

Berrone et al. (2012) proponen aproximar esta perspectiva a través de cinco dimensiones que, en conjunto, reciben el nombre de *escala FIBER*. Tales dimensiones son: *i*) control e influencia

¹⁷ Según Gómez-Mejía et al. (2007), cuando la empresa familiar se enfrenta a un dilema de elección estratégica que implica *i*) un alto grado de certeza de mejores ganancias financieras, pero la pérdida del control familiar; o *ii*) un mayor riesgo de disminución del rendimiento, pero la retención del control familiar; se inclinará por la decisión de *estar dispuesta al riesgo*. Además, el deseo de conservar el control en manos de la familia será más fuerte en las empresas que cuentan con una mayor implicación familiar, es decir, cuando la riqueza socioemocional es superior.

¹⁸ Gómez-Mejía et al. (2007) hablan de riesgo de rendimiento, el cual se manifiesta, bien como la probabilidad de fracaso organizativo o de amenazas a la supervivencia, o bien como la posibilidad de un rendimiento por debajo del objetivo.

familiar, *ii*) identificación de los miembros familiares con la empresa, *iii*) lazos sociales, *iv*) vínculo emocional de los miembros familiares y *v*) renovación de los lazos familiares de la empresa a través del proceso de sucesión¹⁹.

Estas dimensiones manifiestan las características que convierten las empresas familiares en entidades únicas de estudio en el panorama empresarial. El aspecto clave es el control e influencia de la familia en las decisiones estratégicas cuando sus miembros ocupan altos cargos de dirección o administración. Además, el vínculo familia-empresa es tan fuerte que condiciona las relaciones de los individuos familiares tanto dentro como fuera de la organización, y repercute en las principales decisiones de la empresa familiar, ayudando a explicar y comprender su particular comportamiento.

Finalmente, esta teoría también ha sido utilizada por algunos autores para respaldar los resultados de sus investigaciones sobre la estructura de capital de la empresa familiar; por ejemplo, Bacci et al. (2018), Molly et al. (2019), Poletti-Hughes & Martínez Garcia (2020) o Baixauli-Soler et al. (2021).

III.3. FACTORES DETERMINANTES TRADICIONALES

Junto con la dimensión familiar, ciertas características comunes a todos los negocios se han considerado tradicionalmente como factores determinantes de la estructura de capital de las empresas, especialmente la rentabilidad, liquidez, tangibilidad de los activos, edad y tamaño (López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Setia-Atmaja, 2010; Gottardo & Moisello, 2014; Lardon et al., 2017; Molly et al., 2019). Estos indicadores han sido incluidos como variables independientes o como variables de control en estudios con objetivos de investigación muy

¹⁹ En inglés, *i*) family control and influence, *ii*) identification of family members with the firm, *iii*) binding social ties, *iv*) emotional attachment of family members and *v*) renewal of family bonds to the firm through dynastic succession.

dispares, tales como el grado de internacionalización de la empresa familiar (Graves & Thomas, 2004), su rendimiento (García-Castro & Sharma, 2011), sus problemas de cash-flow (McDonald & Marshall, 2017) o su nivel de endeudamiento (Ampenberger et al., 2013; Díaz-Díaz et al., 2016; Acedo-Ramírez et al., 2017). Sin embargo, según los resultados obtenidos, el efecto positivo o negativo de estas variables sobre el nivel de endeudamiento de la empresa familiar varía de unos estudios a otros. Detallamos cada uno de estos factores a continuación.

III.3.1. RENTABILIDAD

Entendemos por rentabilidad el beneficio o ganancia que obtiene la empresa de un proyecto dado. Esta variable genera recursos para la empresa y, por tanto, influye notablemente en las decisiones sobre su estructura de capital. Conviene hacer una distinción entre rentabilidad económica²⁰ —o beneficio que logra la empresa por las inversiones realizadas— y rentabilidad financiera²¹ —o beneficio conseguido a partir de los recursos propios utilizados por la empresa para llevar a cabo esas inversiones—.

Según la teoría del equilibrio financiero, se espera una relación positiva entre la rentabilidad y la deuda hasta el momento en el que se alcanza el nivel óptimo de endeudamiento (Mcconaughey et al., 2001; R. C. Anderson & Reeb, 2003; Segura & Formigoni, 2014; Yousaf et al., 2019; Poletti-Hughes & Martínez Garcia, 2020). Desde el punto de vista de la demanda de fondos, la justificación de esta relación viene dada por el hecho de que en las empresas más rentables se presupone que el beneficio fiscal de endeudarse es alto, mientras que el coste de quiebra es bajo; así, podría esperarse un mayor nivel de endeudamiento para tratar de aprovechar ese beneficio fiscal. Además, las empresas más rentables ofrecen mayores garantías a sus

²⁰ *Return on assets* (ROA) o rentabilidad de los activos, es decir, rentabilidad de la empresa sobre el total de sus activos, independientemente de la forma de financiación.

²¹ *Return on equity* (ROE) o rentabilidad sobre los fondos propios.

acreedores, lo que igualmente se traduce, desde el punto de vista del oferente de fondos, en un mayor nivel de endeudamiento en el caso de requerir financiación adicional.

Si tomamos como referencia la perspectiva de la jerarquía de preferencias, se espera que la relación de la rentabilidad y la deuda sea negativa (López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Setia-Atmaja, 2010; Croci et al., 2011; Santos et al., 2014; Molly et al., 2019). De este modo, las empresas más rentables utilizan los beneficios no distribuidos para financiar sus inversiones, reduciendo así la necesidad de endeudarse.

Finalmente, también hay autores, aunque minoritarios, que no encuentran relación entre ambas magnitudes (Mishra & McConaughy, 1999; Lardon et al., 2017; Benkraiem et al., 2018; Ramalho et al., 2018).

III.3.2. LIQUIDEZ

La liquidez de cualquier empresa, familiar o no, refleja su capacidad interna de obtener dinero en efectivo y afrontar el pago de sus obligaciones. En consonancia con la teoría de la jerarquía de preferencias, se espera que la liquidez se relacione de forma negativa con la deuda, ya que las empresas con suficientes activos líquidos no necesitan recursos externos para financiar futuras inversiones. Es decir, la liquidez reduce la necesidad de la empresa de acudir al mercado crediticio para financiarse (Al-Ajmi et al., 2009; Gottardo & Moisello, 2014, 2019; Benkraiem et al., 2018; Ramalho et al., 2018; Yousaf et al., 2019).

Contrario a lo anterior, algunos estudios no han logrado encontrar evidencia empírica suficiente para apoyar la influencia de la liquidez en el endeudamiento de la empresa familiar; por ejemplo, Burgstaller & Wagner (2015).

III.3.3. TANGIBILIDAD DE LOS ACTIVOS

La tangibilidad se refiere a la naturaleza o condición de los activos de la empresa de ser percibidos de manera precisa. Constituye otro de los determinantes ampliamente considerado en la literatura de la estructura de capital de las empresas, familiares y no familiares, aunque hay autores que reportan independencia entre ambas magnitudes (Amore et al., 2011; Burgstaller & Wagner, 2015; Acedo-Ramírez et al., 2017).

La teoría del equilibrio financiero avala una relación positiva entre la tangibilidad de los activos y el nivel de endeudamiento de la empresa (Setia-Atmaja et al., 2009; Croci et al., 2011; Schmid, 2013; Thiele & Wendt, 2017; Ramalho et al., 2018; Poletti-Hughes & Martínez García, 2020). Los negocios con una mayor proporción de activos tangibles podrán aumentar su apalancamiento debido a la mejor garantía que ofrecen a sus acreedores para respaldar la deuda, lo que se traduce en una reducción de los costes de agencia. Además, resulta más sencillo para los prestamistas realizar una valoración del patrimonio de estas empresas.

Por otro lado, las menores asimetrías de información de las empresas con un mayor volumen de activos tangibles las convierten en una inversión muy atractiva para posibles nuevos socios. Esto facilitaría las ampliaciones de capital en caso de requerirse financiación externa, no necesitando acudir al mercado crediticio (M. Z. Frank & Goyal, 2009). Por tanto, en línea con la teoría de la jerarquía de preferencias, se espera una relación negativa entre la tangibilidad de los activos y el nivel de deuda mantenido por la empresa (Al-Ajmi et al., 2009; Molly et al., 2010; Gottardo & Moisello, 2014; Yousaf et al., 2019; Baixauli-Soler et al., 2021).

III.3.4. EDAD DE LA EMPRESA

A lo largo de los años, la edad de la empresa ha sido incluida en los trabajos sobre la estructura de capital. En el caso particular de la empresa familiar, es un aspecto muy presente en los

estudios, sobre todo a través de la generación al frente del negocio —primera, segunda o sucesivas generaciones—, convirtiéndose en otra fuente importante de heterogeneidad. Las actitudes y necesidades financieras de los propietarios de la empresa evolucionan con el tiempo, en particular cuando las sucesivas generaciones se involucran en la misma (McConaughy & Phillips, 1999; Blanco-Mazagatos et al., 2007; Molly et al., 2010). Así, a lo largo de su ciclo de vida, las empresas familiares cambian su jerarquía de preferencias respecto a las fuentes de financiación, debido tanto a la menor disposición de los descendientes a asumir riesgos como a la mayor divergencia de intereses entre los miembros familiares —ocasionada por la dispersión de la propiedad— (Acedo-Ramírez et al., 2017).

Pese a que algunos autores sostienen que no hay relación entre la edad y el nivel de endeudamiento de la empresa familiar (Romano et al., 2001; R. C. Anderson & Reeb, 2003; King & Santor, 2008; Amore et al., 2011; Chua et al., 2011), se espera una relación positiva entre ambas variables según la teoría del equilibrio financiero. Las empresas más antiguas son, a su vez, más sólidas, de modo que tienen mayores facilidades a la hora de acceder a los préstamos (Ampenberger et al., 2013; Santos et al., 2014; Mbanyele, 2020; Ntounq et al., 2020). Así, tomando como referencia el punto de vista de la oferta de fondos, las entidades bancarias confían en la solvencia de estas empresas debido a los menores problemas de asimetrías de información que presentan (Duréndez et al., 2019).

Por otro lado, de acuerdo con la teoría de la jerarquía de preferencias, también es posible que las empresas más maduras necesiten menos deuda, ya que su crecimiento es generalmente menor y, con el paso del tiempo, han acumulado recursos o fondos internos suficientes para financiarse por ellas mismas. Por tanto, cabría esperar también una relación negativa entre la edad y el nivel de deuda empresarial (Coleman & Carsky, 1999; Croci et al., 2011; González

et al., 2013; Díaz-Díaz et al., 2016; Acedo-Ramírez et al., 2017; Ramalho et al., 2018; Molly et al., 2019).

III.3.5. TAMAÑO EMPRESARIAL

Las necesidades y prioridades de financiación de la empresa están ligadas igualmente a su propio desarrollo (Miralles-Marcelo et al., 2014; Acedo-Ramírez et al., 2017). Dado que los negocios tienden a crecer y profesionalizarse a lo largo de los años (Dekker et al., 2012), el tamaño es otro de los factores que se considera con más frecuencia en el análisis de la toma de decisiones financieras, siendo también fuente de heterogeneidad de la empresa familiar (Michiels & Molly, 2017).

Prueba de la manifiesta relación del tamaño y el comportamiento financiero de las empresas es el elevado número de autores que han centrado sus estudios solo en grandes entidades (Barton & Gordon, 1988; McConaughy & Phillips, 1999), mientras que otros han elegido solo a las pequeñas y medianas empresas (Chittenden et al., 1996; Berger & Udell, 1998; Coleman & Carsky, 1999; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Molly et al., 2010; La Rocca et al., 2011; Lardon et al., 2017). De hecho, casi todos los expertos asumen que el comportamiento financiero de las empresas está fuertemente determinado por su tamaño debido a factores internos y, sobre todo, a factores externos, ya que es probable que las pequeñas y medianas empresas encuentren mayores restricciones de acceso al mercado crediticio.

Si consideramos la teoría del equilibrio financiero, se espera una relación positiva entre el tamaño empresarial y el nivel de deuda. Desde el punto de vista de la demanda de fondos, las grandes empresas necesitan mayor financiación debido a su deseo de crecer y desarrollar proyectos importantes, de manera que aumentarían su nivel de endeudamiento (López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Setia-Atmaja et al., 2009; Setia-Atmaja, 2010; Díaz-Díaz et al.,

2016; Acedo-Ramírez et al., 2017; Thiele & Wendt, 2017). Además, desde la perspectiva del acceso al crédito, éste se ve favorecido por las menores dificultades financieras que presentan las empresas de mayor dimensión.

Por otra parte, según la teoría de la jerarquía de preferencias, las empresas podrán necesitar menos deuda porque ya han alcanzado cierta estabilidad en el mercado y no aspiran a proyectos de gran envergadura que requieran una financiación excesiva. Es por ello que se contempla una relación negativa entre el tamaño empresarial y el nivel de deuda (Crocì et al., 2011; Segura & Formigoni, 2014; Bacci et al., 2018; Benkraiem et al., 2018; Baixauli-Soler et al., 2021).

Como ocurre con el resto de variables, diversos autores no han logrado apoyar la relación entre el tamaño y el nivel de endeudamiento en sus estudios sobre la empresa familiar (Bjuggren et al., 2012; Molly et al., 2012, 2019; Burgstaller & Wagner, 2015; Lardon et al., 2017; Gottardo & Moisello, 2019).

Los Anexos 1 y 2 recogen la información más relevante de los estudios que analizan el nivel de endeudamiento de la empresa familiar y que han sido tratados en este tercer capítulo de la tesis doctoral.

TERCERA PARTE: INVESTIGACIÓN EMPÍRICA

CAPÍTULO IV.

Implicación Familiar y Nivel de Endeudamiento de la Empresa Familiar²²

²² Este capítulo es una traducción y adaptación del artículo de investigación Comino-Jurado, M., Sánchez-Andújar, S. & Parrado-Martínez, P. (2021). Do dissimilarities in the family involvement in family firms lead to different levels of indebtedness? Evidence from Spain. *Management Decision*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/MD-05-2020-0582>

IV.1. INTRODUCCIÓN

Las decisiones financieras de la empresa familiar han atraído cada vez más la atención de los académicos en las últimas décadas; algo lógico considerando que el acceso a los recursos financieros es de vital importancia para la supervivencia y el crecimiento de cualquier empresa (Koropp et al., 2014; Michiels & Molly, 2017).

Como ya indicamos en el Capítulo II, las empresas familiares tienen un peso importante en la mayoría de las economías del mundo. En el caso particular de España son especialmente influyentes, dado que representan el 90% del tejido productivo, el 60% del producto interior bruto y el 70% del empleo privado (Instituto de la Empresa Familiar, 2018). Además, la cultura española resalta el valor de la familia como organización social, siendo un contexto adecuado para explorar la influencia de los miembros familiares en el nivel de endeudamiento de la empresa; el cual, a su vez, estará condicionado por el carácter bancario del sistema financiero español.

La investigación previa ha estudiado la conexión de algunas dimensiones de la implicación familiar con la situación financiera de las empresas (Romano et al., 2001; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Wu et al., 2007; Chua et al., 2011; González et al., 2013; Gottardo & Moisello, 2014; Molly et al., 2019). Todos estos trabajos examinan muestras conjuntas de empresas familiares y no familiares, tratando de diferenciar su comportamiento en lo que al

uso de la deuda se refiere; o bien analizan el efecto de la implicación familiar en dimensiones concretas e individuales, como la propiedad o la dirección.

Sin embargo, desde los últimos años, una importante línea de investigación ha sido considerar la heterogeneidad de la empresa familiar, que puede conducir a diferentes niveles de endeudamiento (Chua et al., 2012; Nordqvist et al., 2014; Michiels & Molly, 2017). Por ende, asumiendo que las divergencias existentes en el grupo de las empresas familiares pueden ser incluso mayores que las desemejanzas entre empresas familiares y empresas no familiares (Chua et al., 2012), en este estudio tratamos de medir empíricamente dicha heterogeneidad con un constructo multidimensional de la participación de la familia en la empresa. A este respecto, González et al. (2013) analizan el impacto de la implicación familiar en la estructura de capital de una pequeña muestra de empresas colombianas, explorando por separado el efecto de la propiedad, la dirección y el control. Asimismo, Chua et al. (2011) examinan el efecto individual de la participación de la familia en la propiedad, la administración y la dirección sobre las decisiones de endeudamiento de una muestra de *new ventures*.

Nuestra investigación contribuye a la literatura de la estructura de capital de la empresa familiar ofreciendo un concepto²³ que considera conjuntamente la participación de la familia en tres dimensiones de la empresa: propiedad, dirección y órgano de administración; y analizando su impacto en el nivel de endeudamiento. Además, con el propósito de explorar la heterogeneidad dentro de este grupo de empresas, seleccionamos una muestra compuesta únicamente por empresas familiares —con distinto grado de implicación familiar—.

El resto del capítulo está organizado de la siguiente manera. En el segundo epígrafe, presentamos el marco teórico que sustenta nuestra investigación, así como las principales

²³ Esta medida puede considerarse una aproximación de la dimensión *family control and influence* de la escala FIBER, a fin de acercarnos a la riqueza socioemocional.

hipótesis. En el tercer epígrafe, describimos la muestra, las variables y la metodología utilizada en la investigación empírica. El epígrafe cuatro contiene los resultados de nuestro modelo. Y, finalmente, presentamos una discusión de los resultados en el quinto epígrafe.

IV.2. MARCO TEÓRICO E HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN

En las últimas décadas, las teorías tradicionales de la estructura de capital²⁴ se han aplicado a la investigación sobre la empresa familiar, destacando la teoría de la agencia (Jensen & Meckling, 1976) como la base principal de este campo de investigación (Miller & Le Breton-Miller, 2006; Blanco-Mazagatos et al., 2007; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Molly et al., 2010; Díaz-Díaz et al., 2016; Acedo-Ramírez et al., 2017). En este sentido, los conflictos de intereses entre accionistas —mayoritarios y minoritarios, o familiares y no familiares—, accionistas y directores, accionistas y acreedores, así como familiares accionistas y no accionistas influyen tanto en los objetivos como en la toma de decisiones de la empresa familiar (Hillier et al., 2018).

Algunos de sus objetivos minimizan el conflicto de intereses entre accionistas y acreedores, como la mayor aversión al riesgo y a las grandes inversiones —por ejemplo, orientadas a la internacionalización o al gasto en I+D—, la continuidad generacional (Casson, 1999; Chua et al., 2011; López-Delgado & Diéguez-Soto, 2020), la preservación de la reputación de la empresa (Arregle et al., 2007; Diéguez-Soto & López-Delgado, 2019) o el énfasis en perseguir objetivos globales del negocio frente a objetivos personales o individuales de cada miembro familiar. Esto favorece el acceso a la deuda de la empresa familiar (Hillier et al., 2018), de modo que la implicación de la familia conduce a una reducción de los costes de agencia derivados del conflicto de intereses entre prestatarios y prestamistas. Además, conservar el

²⁴ Estas teorías han sido explicadas con detalle en el Capítulo III.

control en manos de los miembros de la familia es una importante piedra angular de la empresa familiar, y podría implicar la preferencia por la financiación mediante deuda frente a la financiación mediante acciones, tratando de evitar la dilución de la propiedad. No obstante, estos mismos objetivos podrán también acrecentar el conflicto de intereses entre prestatarios y prestamistas, incrementando tales costes de agencia; por ejemplo, debido al mayor nepotismo presente en la empresa familiar, al altruismo familiar, al arraigo de los miembros familiares en su negocio o a la persecución de objetivos no económicos (Chua et al., 2011).

Las características y preferencias de la empresa familiar descritas en el párrafo anterior son integradas bajo la perspectiva de la riqueza socioemocional (Gómez-Mejía et al., 2007). Se trata del paradigma más importante para algunos autores (Berrone et al., 2012; Hauck et al., 2016), ya que explica por qué las empresas familiares son únicas y se comportan de manera diferente. Considera la familia —en lugar del individuo— como el principal punto de referencia para la toma de decisiones (Newbert & Craig, 2017), y sostiene que la empresa familiar siempre elige la alternativa de mantener el control en manos de la familia, aunque esto conlleve aceptar un mayor riesgo o una menor rentabilidad de la empresa (Gómez-Mejía et al., 2007; Molly et al., 2019).

En consecuencia, para comprender las decisiones sobre el endeudamiento de la empresa familiar, se deben tener en cuenta tanto las características propias de la empresa como el impacto de las preferencias y valores personales de los accionistas, directores y administradores familiares. Por ello, se recomienda un marco integral que combine los paradigmas financieros tradicionales —como la teoría de la agencia— con las teorías de comportamiento —como la perspectiva de la riqueza socioemocional— centradas en aspectos no financieros y conductuales (Romano et al., 2001). Es decir, ya que las decisiones financieras de la empresa familiar se basan en una combinación de elementos sociales, conductuales y

financieros, es interesante añadir la perspectiva de la riqueza socioemocional a las bases de la teoría de la agencia para explicar adecuadamente su comportamiento financiero, así como su efecto sobre los prestamistas. En este sentido, Chua et al. (2011) asumen la influencia de la participación de la familia en la solvencia de la empresa, y afirman que la teoría de la agencia y la literatura de la empresa familiar aún no son concluyentes al respecto.

Siguiendo esta línea, algunos autores han propuesto una escala de heterogeneidad de la empresa familiar con el fin de clasificarla según diversas características. Por ejemplo, la *escala F-PEC* (Astrachan et al., 2002; Klein et al., 2005) o la *escala FIF* (H. Frank et al., 2017)²⁵. Aunque ambos sistemas de clasificación han sido desarrollados para abordar las diferencias entre las empresas familiares desde un punto de vista teórico, hasta ahora no ha habido ningún intento de utilizarlas empíricamente para demostrar la relación entre la participación de la familia y las decisiones financieras de la empresa familiar. Por tanto, el objetivo de nuestro primer estudio es dar este paso y superar la tradicional comparación entre las empresas familiares y no familiares en lo que al uso de la deuda se refiere, centrándonos en los diferentes grados de implicación familiar dentro de este grupo de empresas.

Como señalan H. Frank et al. (2017), para contribuir a la legitimidad y al progreso de un campo de investigación, es indispensable el desarrollo de una medida fiable y válida. Además, esta medida debe estar disponible para los investigadores, y ha de combinar teoría y práctica. En este sentido, Hillier et al. (2018) recomiendan considerar, entre otros aspectos, las variaciones en el nivel de propiedad, dirección y órgano de administración para explicar la heterogeneidad existente en la estructura de capital de la empresa familiar, justificando así sus diferentes preferencias por el uso de la deuda. Cabe mencionar que estas tres dimensiones han sido

²⁵ Ambas escalas han sido explicadas en el Capítulo II.

utilizadas por autores como González et al. (2013), para analizar el impacto de la implicación familiar en la estructura de capital de las empresas colombianas; o como Chua et al. (2011), para examinar la influencia de la participación de la familia en las decisiones financieras de las *new ventures*. Sin embargo, ambos estudios exploran el efecto individual e independiente de la implicación familiar en cada una de estas dimensiones sobre el nivel de deuda.

A diferencia de estos autores, nuestra investigación aborda la heterogeneidad de la empresa familiar española a través de un concepto integral de implicación familiar en tres dimensiones: propiedad, dirección y órgano de administración²⁶. Es importante destacar que la medición de la heterogeneidad de este grupo de empresas a través del concepto de implicación familiar que proponemos podría ser fácilmente replicada por otros autores, contribuyendo a una mayor comprensión del efecto que la participación de la familia tiene en la toma de decisiones financieras.

Considerando los diferentes argumentos teóricos y la dispar evidencia empírica sobre el nivel de endeudamiento de la empresa familiar, la cuestión de si la participación de la familia en el negocio conduce a diferentes niveles de endeudamiento entre las empresas familiares —y, de ser así, cómo lo hace— sigue sin respuesta. De este modo, sugerimos que los diferentes niveles a los que cada familia controla, dirige y gobierna la empresa configuran un grado particular de implicación familiar, que conduce a diferentes niveles de endeudamiento dentro de este grupo de empresas. Nuestra principal hipótesis relaciona el nivel global de implicación familiar y el nivel de endeudamiento, y se enuncia como sigue:

²⁶ De manera similar, Muñoz-Bullon et al. (2018) proponen un índice de implicación familiar formado por la suma de tres variables dicotómicas, propiedad, control y dirección, para estudiar las decisiones de diversificación de las empresas familiares.

Hipótesis 1 (H₁). *La implicación familiar en la empresa, medida como el efecto conjunto de la participación de la familia en propiedad, dirección y órgano de administración, está relacionada con el endeudamiento de la empresa familiar.*

Adicionalmente, comprobamos la influencia individual de cada dimensión de la implicación familiar —propiedad, dirección y órgano de administración— en el nivel de endeudamiento de la empresa familiar. En esta línea, la mayor parte de la literatura existente explora las diferencias entre las empresas familiares y no familiares, siendo escasa la investigación que examina las discrepancias existentes en el grupo de las empresas familiares, ofreciendo, además, resultados contradictorios.

En cuanto a la implicación familiar en la propiedad, los resultados del estudio de Poletti-Hughes & Martínez Garcia (2020) demuestran que está negativamente relacionada con el apalancamiento del negocio, siendo moderada la relación por el órgano de administración. Es decir, la empresa familiar tiende a optar por políticas de financiación más conservadoras. Por el contrario, también se ha soportado que una mayor propiedad familiar conduce a un mayor nivel de endeudamiento en las empresas familiares (Wu et al., 2007; Setia-Atmaja et al., 2009; Gottardo & Moisello, 2014; Baek et al., 2016).

Respecto a la implicación familiar en la dirección empresarial, son pocos los estudios que han analizado su relación con el nivel de endeudamiento. López-Delgado & Diéguez-Soto (2020), utilizando una muestra de empresas privadas en España, encuentran que la empresa familiar depende en mayor medida del endeudamiento cuando algún miembro de la familia participa en la dirección del negocio. En cambio, Ampenberger et al. (2013) sugieren una relación fuerte, negativa y causal entre la dirección familiar y el nivel de endeudamiento de la empresa.

Finalmente, en cuanto a la implicación familiar en el órgano de administración²⁷, Gottardo & Moisello (2019) muestran cómo la presencia de varios miembros de la familia en dicha estructura y en puestos ejecutivos tiene un valor importante para los acreedores, de modo que condiciona la estructura de capital de la empresa familiar; en concreto, incrementando el uso de la deuda. Otros autores han investigado el papel mediador o moderador del órgano de administración en la relación de ciertas dimensiones de la implicación familiar y el nivel de endeudamiento de la empresa familiar (González et al., 2013; Lardon et al., 2017; Molly et al., 2019).

Siguiendo estos argumentos, exploramos la posible relación individual de cada dimensión de la implicación familiar con el nivel de endeudamiento en nuestra muestra de empresas familiares españolas, y proponemos las siguientes hipótesis adicionales:

Hipótesis 2 (H₂). *La participación de la familia en la propiedad empresarial influye en el endeudamiento de la empresa familiar.*

Hipótesis 3 (H₃). *La participación de la familia en la dirección empresarial influye en el endeudamiento de la empresa familiar.*

Hipótesis 4 (H₄). *La participación de la familia en el órgano de administración empresarial influye en el endeudamiento de la empresa familiar.*

²⁷ Si bien la literatura que analiza el papel del órgano de administración en el nivel de endeudamiento de la empresa familiar es escasa, son numerosos los trabajos que tratan de estudiar cómo la composición o estructura de los consejos de administración afecta a la rentabilidad de las empresas familiares (Zahra & Pearce, 1989; Kudlats & McDowell, 2015; Dobija & Kravchenko, 2017; Paniagua et al., 2018; Ciftci et al., 2019; Kao et al., 2019; Maseda et al., 2019; Saidat et al., 2019).

IV.3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

Una vez fijados los objetivos e hipótesis de nuestra primera investigación, en este epígrafe describimos los principales aspectos metodológicos del estudio. En primer lugar, especificamos los requisitos establecidos para definir la empresa familiar y, por tanto, para formar parte de la muestra. A continuación, presentamos tanto la fuente de los datos que ha sido manejada como el proceso seguido para la obtención de la muestra, así como un análisis de sus características más relevantes. Terminamos con una descripción de las variables incluidas en el modelo y de la técnica estadística empleada.

IV.3.1. DEFINICIÓN OPERATIVA DE EMPRESA FAMILIAR

Uno de los problemas al que se enfrentan los académicos es la dificultad de transformar el concepto teórico de la empresa familiar en un concepto operativo que pueda ser llevado a la práctica (Chua et al., 1999). En los últimos años, se han intensificado los esfuerzos para tratar de acordar una definición que sea verdaderamente operativa. Sin embargo, debido a la falta de bases de datos específicas para este grupo de empresas, es complicado alcanzar dicho objetivo. Tal y como desarrollamos en el Capítulo II, a lo largo de los tiempos, las investigaciones han ido utilizando criterios muy diversos para definir la empresa familiar. En nuestro estudio, tiene la consideración de familiar aquella empresa en la que:

- i)* al menos dos miembros de la familia están implicados en el negocio, sin importar el papel que desempeñan, es decir, accionistas, directores o administradores (Tagiuri & Davis, 1996; McDonald & Marshall, 2017; Molly et al., 2019; Vandekerckhof et al., 2019);

- ii)* y al menos el 25% de las acciones²⁸ están en manos de miembros familiares (García-Castro & Sharma, 2011; Ampenberger et al., 2013; Díaz-Díaz et al., 2016; Samara & Berbegal-Mirabent, 2018).

IV.3.2. PROCESO DE OBTENCIÓN DE LA MUESTRA

Nuestra muestra está formada por empresas familiares españolas que cuentan con información disponible para los años 2015, 2016 o 2017. El contexto español es un caso interesante de estudio por el carácter bancario de su economía, así como por la abundancia y el impacto económico de las empresas familiares españolas (López-Delgado & Diéguez-Soto, 2020). Además, la cultura española pone en valor la familia como organización social, por lo que este país es un escenario adecuado para analizar la influencia familiar en las decisiones financieras de las empresas.

La base de datos utilizada ha sido Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI). Contiene información económica y financiera de entidades tanto españolas como portuguesas²⁹, y ha sido ampliamente trabajada en estudios empíricos sobre empresas familiares y no familiares (Blanco-Mazagatos et al., 2007; López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Charlo et al., 2016; Díaz-Díaz et al., 2016; Acedo-Ramírez et al., 2017; López-Delgado & Diéguez-Soto, 2020). Los creadores de SABI son conscientes de la importancia de las cuestiones familiares en la investigación, y han tratado de incluir información como el porcentaje de propiedad individual

²⁸ En la literatura, se pueden encontrar muchos ejemplos que utilizan el 50% de la propiedad como umbral para clasificar una empresa como familiar (Graves & Thomas, 2004; Westhead & Howorth, 2007; Dekker et al., 2012; Basco et al., 2019; Molly et al., 2019; Vandekerckhof et al., 2019). Sin embargo, a fin de no perder capacidad para medir la heterogeneidad existente dentro de este grupo de empresas, fijamos el mínimo de la propiedad familiar en el 25% —a pesar de trabajar con empresas que no cotizan en Bolsa—.

²⁹ Está gestionada por el Grupo Informa, S.A. y Bureau Van Dyck (BvD) y recoge información de más del 95% de las empresas españolas (Acedo-Ramírez et al., 2017).

de cada accionista, la composición del órgano de administración o el nombre del director ejecutivo.

El proceso de extracción de los datos de SABI fue llevado a cabo la primera semana de abril de 2018, por lo que contamos con datos actualizados a fecha 27 de marzo. En ese momento, el número total de empresas españolas de la base de datos era de 1 569 461. Los criterios iniciales de búsqueda y selección de empresas se recogen en la Tabla IV.1, tomando como guía de referencia las publicaciones de Rojo-Ramírez et al. (2011) y Diéguez-Soto et al. (2015).

Tabla IV.1.

Criterios de búsqueda

	Criterio	Nº de empresas
País	España	1 569 461
Estado	Empresas activas	1 313 306
Forma jurídica ³⁰	Sociedad anónima	1 300 816
	Sociedad limitada	
	Sociedad comanditaria por acciones	
Actividad	Según CNAE 2009, todos los códigos excepto 64 (servicios financieros, excepto seguros y fondos de pensiones), 65 (seguros, reaseguros y fondos de pensiones, excepto Seguridad Social obligatoria), 66 (actividades auxiliares a los servicios financieros y a los seguros), 84 (Administración Pública y defensa; Seguridad Social obligatoria), 94 (actividades asociativas), 97 (actividades de los hogares como empleadores de personal doméstico), 98 (actividades de los hogares como productores de bienes y servicios para uso propio) y 99 (actividades de organizaciones y organismos extraterritoriales)	1 278 622
Años con cuentas disponibles	2015, 2016 o 2017	779 289

Nota. Elaboración propia.

³⁰ Naturaleza capitalista.

Tal y como argumentaron estos autores, seguir los filtros automáticos de SABI —como la matriz global³¹ o el indicador de independencia³²— no es suficiente para identificar la población de empresas familiares con total precisión, ya que se excluirían muchas empresas al considerarlas no familiares, pero que realmente sí tendrían naturaleza familiar³³. De este modo, para no asumir riesgos en la delimitación de la población objeto de estudio, decidimos llevar a cabo un trabajo de análisis manual.

El siguiente paso fue extraer toda la información de las 779 289 empresas (véase Tabla IV.1) en ficheros de datos Excel. Se generó un total de sesenta archivos con 13 000 empresas cada uno; salvo el último, que contenía 12 289 empresas. Debido al número tan elevado, se eligieron al azar doce ficheros de Excel, es decir, 156 000 empresas que serían revisadas. El proceso de depuración de la base de datos está recogido en la Tabla IV.2.

En primer lugar, eliminamos las empresas de las cuales no disponíamos de toda la información necesaria para el análisis. Por un lado, empresas cuyos accionistas, directores o miembros del órgano de administración eran desconocidos. Y, por otro lado, empresas con datos insuficientes para el desarrollo del posterior estudio; por ejemplo, porcentaje desconocido de la propiedad directa en manos de cada individuo, así como datos no disponibles o incompletos de las partidas del balance y de la cuenta de resultados necesarios para el cálculo de nuestras ratios.

³¹ Ruta de porcentaje mínimo de control —trayectoria— de la empresa sujeto, incluyendo tanto accionistas conocidos como desconocidos.

³² BvD ha creado un indicador para expresar el grado de independencia de la empresa con relación a sus accionistas. Las empresas se designan con indicador A cuando no hay ningún accionista con más del 25%; indicador B cuando no hay ningún accionista con más del 50%, pero sí entre el 25,01% y 50%; indicador C cuando hay accionistas registrados con más del 50,01%; indicador D cuando hay accionistas conocidos con una propiedad directa superior al 50%; e indicador U cuando los accionistas cuentan con porcentajes desconocidos.

³³ Por ejemplo, la empresa AQUERRETA 1964, SL, con un indicador de independencia A+, sería considerada empresa no familiar, ya que ninguno de sus accionistas de forma individual tiene más del 25% de la propiedad directa o total de la empresa. Sin embargo, si reparamos en el nombre de sus siete socios —Marian Aquerreta Jiménez, Francisco Borja Aquerreta Jiménez, José Eduardo Aquerreta Jiménez, Ana Aquerreta Jiménez, Cristina Aquerreta Jiménez, Isabel Aquerreta Jiménez y Susana Aquerreta Jiménez— hay evidencia suficiente para concluir que se trata de una empresa familiar.

Para el resto de empresas, una a una, se analizaron los roles de accionistas, director ejecutivo y miembros del órgano de administración, a fin de identificar la existencia de lazos familiares entre ellos —abuelos, padres, tíos, primos, sobrinos, etcétera—. Al situar nuestro ámbito geográfico en España, tomamos ventaja del sistema de apellidos aquí utilizado, de manera que los descendientes de una pareja dada reciben el apellido de ambos progenitores (Jaskiewicz et al., 2005; Acedo-Ramírez et al., 2017; Giraldez-Puig & Berenguer, 2018).

Tras el complejo análisis anterior, descartamos las empresas en las cuales no se identificaron lazos familiares entre sus miembros; incluidas aquellas en las que el accionista último era otra empresa, así como las sociedades comanditarias por acciones —por asumir que carecen de vocación de continuidad y, por tanto, de carácter familiar— (Diéguez-Soto et al., 2015).

Para las empresas que, aun teniendo toda la información disponible —tanto de los individuos que participaban en ellas como de las variables financieras—, generaban duda de si constituían realmente una empresa familiar o no de acuerdo con el sistema de apellidos, tomamos la decisión de excluirlas de la muestra y no mermar así la calidad de la misma. Nos referimos, por ejemplo, a empresas con posibles miembros familiares de tercer y cuarto grado de consanguinidad, pero con la única certeza de un apellido en común tan frecuente en España, como Fernández, López, Martínez o Sánchez.

Por último, hacemos una mención especial a las posibles parejas y a los empresarios individuales. Por una parte, eliminamos las empresas que, con la información disponible, no fuimos capaces de determinar si realmente eran una pareja y, consecuentemente, una empresa familiar. Y, por otra parte, también excluimos a los empresarios individuales o emprendedores, ya que, aun pudiendo ser el origen de una futura empresa familiar, de momento no debían formar parte de la muestra (Rojo-Ramírez et al., 2011). Así, nuestra muestra final se compone de 9 266 empresas familiares españolas.

Tabla IV.2.

Proceso de selección de la muestra del primer estudio

Proceso	Nº de empresas
Muestra aleatoria inicial de empresas españolas (a)	156 000
Empresas con información incompleta, no familiares y dudosas (b)	117 651
Posibles parejas (c)	3 546
Empresarios individuales (d)	25 347
Valores atípicos o <i>outliers</i> (1%) ³⁴ (e)	190
Muestra final de empresas familiares (a–b–c–d–e)	9 266

Nota. Aunque la muestra aleatoria inicial de empresas españolas estaba formada tanto por empresas cotizadas como no cotizadas en Bolsa, todas las empresas familiares de la muestra final resultaron ser no cotizadas.

IV.3.3. DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA

A continuación, presentamos el perfil de las 9 266 empresas familiares que constituyen nuestro objeto de estudio. Destacamos aspectos como la comunidad autónoma, la forma jurídica, el sector de actividad, la edad y la generación familiar al frente del negocio, el tamaño, la presencia internacional, así como las principales dimensiones de la implicación familiar en la empresa.

IV.3.3.1. Distribución de la Muestra por Comunidad Autónoma

En primer lugar, analizamos la distribución de las empresas de la muestra por comunidades autónomas. Como se puede observar en la Tabla IV.3, Cataluña (15,3%), Andalucía (14,8%), la Comunidad de Madrid (14,7%), la Comunidad Valenciana (10,2%) y Galicia (9,8%) representan aproximadamente un 65% del número total de empresas. Si hacemos el mismo análisis por provincias, destacan Madrid (14,7%), Barcelona (10,5%), Valencia (5,0%), Pontevedra (4,7%), Alicante (3,8%) y Sevilla (3,8%).

³⁴ Por ejemplo, Diéguez-Soto & López-Delgado (2019), Gharsalli (2019) o Kao et al. (2019).

Tabla IV.3.

Distribución de la muestra por comunidad autónoma

	Nº de empresas	Distribución muestral
Almería	106	1,1%
Cádiz	151	1,6%
Córdoba	164	1,8%
Granada	186	2,0%
Huelva	73	0,8%
Jaén	120	1,3%
Málaga	219	2,4%
Sevilla	353	3,8%
Andalucía	1 372	14,8%
Huesca	59	0,6%
Teruel	47	0,5%
Zaragoza	214	2,3%
Aragón	320	3,5%
Asturias	201	2,2%
Principado de Asturias	201	2,2%
Baleares	185	2,0%
Illes Balears	185	2,0%
Las Palmas de Gran Canaria	118	1,3%
Santa Cruz de Tenerife	111	1,2%
Canarias	229	2,5%
Cantabria	87	0,9%
Cantabria	87	0,9%
Ávila	38	0,4%
Burgos	103	1,1%
León	112	1,2%
Palencia	39	0,4%
Salamanca	86	0,9%
Segovia	43	0,5%
Soria	19	0,2%
Valladolid	116	1,3%
Zamora	46	0,5%
Castilla y León	602	6,5%
Albacete	151	1,6%
Ciudad Real	106	1,1%
Cuenca	51	0,6%
Guadalajara	35	0,4%
Toledo	154	1,7%
Castilla-La Mancha	497	5,4%
Barcelona	976	10,5%
Girona	179	1,9%
Lleida	122	1,3%
Tarragona	139	1,5%

	Nº de empresas	Distribución muestral
Cataluña	1 416	15,3%
Alicante	351	3,8%
Castellón	131	1,4%
Valencia	462	5,0%
Comunitat Valenciana	944	10,2%
Badajoz	120	1,3%
Cáceres	52	0,6%
Extremadura	172	1,9%
A Coruña	302	3,3%
Lugo	93	1,0%
Ourense	79	0,9%
Pontevedra	434	4,7%
Galicia	908	9,8%
Madrid	1 362	14,7%
Comunidad de Madrid	1 362	14,7%
Murcia	296	3,2%
Región de Murcia	296	3,2%
Navarra	149	1,6%
Comunidad Foral de Navarra	149	1,6%
Álava	72	0,8%
Vizcaya	173	1,9%
Guipúzcoa	179	1,9%
País Vasco	424	4,6%
La Rioja	79	0,9%
La Rioja	79	0,9%
Ceuta	9	0,1%
Ciudad Autónoma de Ceuta	9	0,1%
Melilla	14	0,2%
Ciudad Autónoma de Melilla	14	0,2%
TOTAL EMPRESAS	9 266	100%

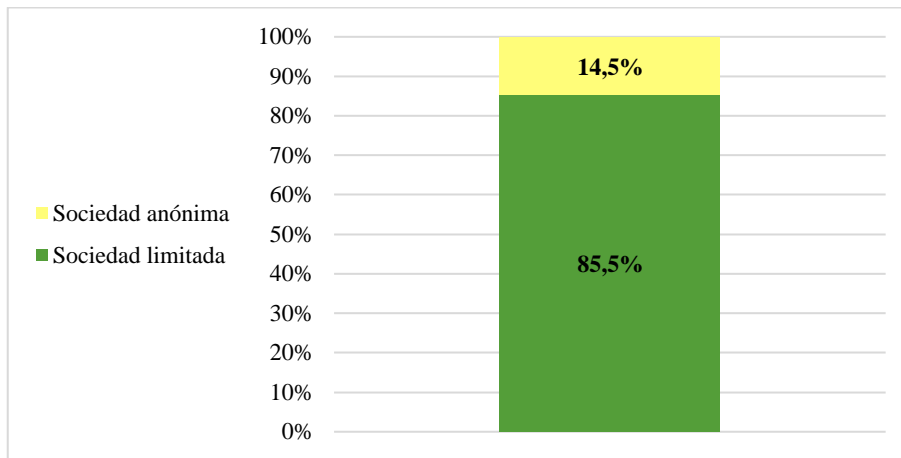
Nota. Elaboración propia.

IV.3.3.2. Distribución de la Muestra por Forma Jurídica

Si atendemos a su forma jurídica, el 85,5% de las empresas de la muestra se constituyeron como sociedades limitadas; frente al 14,5% de las empresas, que lo hicieron como sociedades anónimas (véase Figura IV.1).

Figura IV.1.

Distribución de la muestra por forma jurídica



Nota. Elaboración propia.

IV.3.3.3. Distribución de la Muestra por Sector Económico

A continuación, analizamos la distribución de las empresas familiares de la muestra según sus actividades y sectores económicos, otro aspecto clave a tener en cuenta por condicionar su comportamiento y actitudes. Según la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE-2009), las actividades se organizan como sigue³⁵:

GRUPO A. Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca

GRUPO B. Industrias extractivas

GRUPO C. Industria manufacturera

GRUPO D. Suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado

³⁵ Debido a su comportamiento específico o atípico, han sido excluidos los grupos K, O, T y U (véase Tabla IV.1) (Rojo-Ramírez et al., 2011; Diéguez-Soto et al., 2015).

GRUPO E. Suministro de agua, actividades de saneamiento, gestión de residuos y descontaminación

GRUPO F. Construcción

GRUPO G. Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos de motor y motocicletas

GRUPO H. Transporte y almacenamiento

GRUPO I. Hostelería

GRUPO J. Información y comunicaciones

GRUPO K. Actividades financieras y de seguros

GRUPO L. Actividades inmobiliarias

GRUPO M. Actividades profesionales, científicas y técnicas

GRUPO N. Actividades administrativas y servicios auxiliares

GRUPO O. Administración Pública y defensa; Seguridad Social obligatoria

GRUPO P. Educación

GRUPO Q. Actividades sanitarias y de servicios sociales

GRUPO R. Actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento

GRUPO S. Otros servicios

GRUPO T. Actividades de los hogares como empleadores de personal doméstico; actividades de los hogares como productores de bienes y servicios para uso propio

GRUPO U. Actividades de organizaciones y organismos extraterritoriales

Así, la muestra queda configurada como se observa en la Tabla IV.4. Destacamos fundamentalmente las empresas dedicadas al comercio al por mayor y al por menor, y reparación de vehículos de motor y motocicletas (40,5%); a la industria manufacturera (19,6%); así como a la construcción (9,3%).

Tabla IV.4.

Distribución de la muestra por actividad

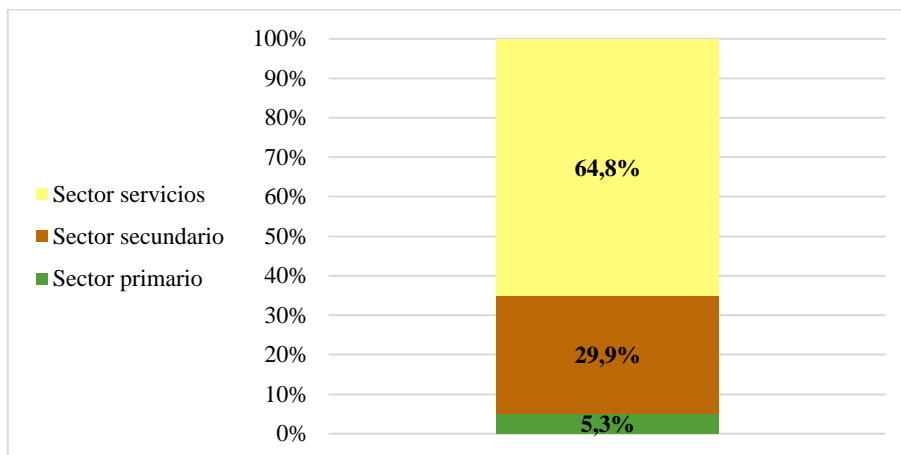
Grupo	Código CNAE-2009	Nº de empresas	Distribución muestral
GRUPO A	011-032	406	4,4%
GRUPO B	051-099	83	0,9%
Total sector primario		489	5,3%
GRUPO C	101-332	1 812	19,6%
GRUPO D	351-353	70	0,8%
GRUPO E	360-390	22	0,2%
GRUPO F	411-439	865	9,3%
Total sector secundario		2 769	29,9%
GRUPO G	451-479	3 755	40,5%
GRUPO H	491-532	406	4,4%
GRUPO I	551-563	283	3,1%
GRUPO J	581-639	96	1,0%
GRUPO L	681-683	576	6,2%
GRUPO M	691-750	436	4,7%
GRUPO N	771-829	200	2,2%
GRUPO P	851-856	73	0,8%
GRUPO Q	861-889	64	0,7%
GRUPO R	900-932	69	0,7%
GRUPO S	941-960	50	0,5%
Total sector servicios		6 008	64,8%
TOTAL EMPRESAS		9 266	100%

Nota. Elaboración propia.

Si agrupamos las actividades por sectores (véase Figura IV.2), la muestra se distribuye de la siguiente forma: el 64,8% de las empresas pertenece al sector servicios; el 29,9% de las empresas, al sector secundario; y tan solo el 5,3% de las empresas, al sector primario.

Figura IV.2.

Distribución de la muestra por sector de actividad



Nota. Elaboración propia.

IV.3.3.4. Distribución de la Muestra por Edad

La antigüedad de la empresa es otro aspecto que debe ser examinado por su repercusión en la toma de decisiones estratégicas, como lo es la referente al nivel de endeudamiento. Partiendo de la fecha de constitución de cada una de las empresas de la muestra, y considerando el último año con datos disponibles en la fecha de extracción de la información, agrupamos las empresas tal y como se observa en la Tabla IV.5. El mayor volumen de negocios se encuentra comprendido en la franja de edad entre los 10 y los 35 años. Dentro de este grupo, el intervalo entre los 20 y los 25 años es el más relevante (21,0%), siendo la media de edad de las empresas de 22 años. Por lo general, podemos afirmar que tenemos una muestra de empresas jóvenes, aunque ya bastante consolidadas.

Tabla IV.5.

Distribución de la muestra por edad

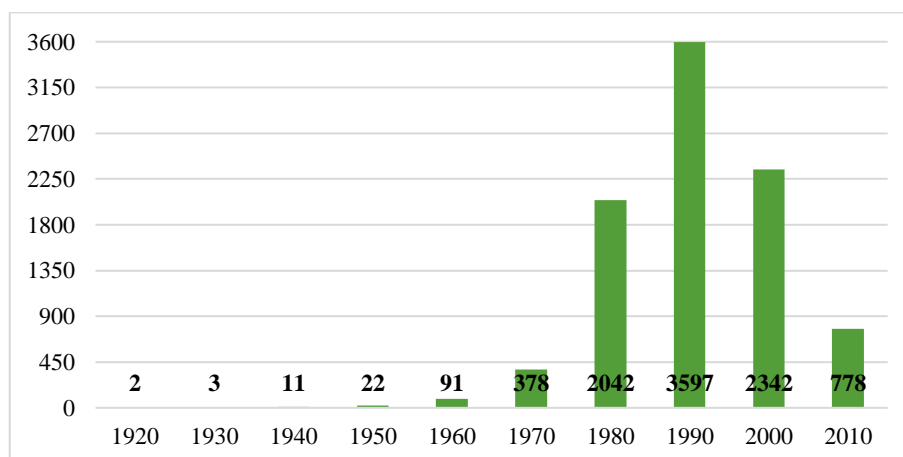
Edad	Nº de empresas	Distribución muestral
<5 años	395	4,3%
5≤edad<10 años	703	7,6%
10≤edad<15 años	1 185	12,8%
15≤edad<20 años	1 513	16,3%
20≤edad<25 años	1 943	21,0%
25≤edad<30 años	1 648	17,8%
30≤edad<35 años	1 061	11,5%
35≤edad<40 años	443	4,8%
40≤edad<45 años	186	2,0%
≥45 años	189	2,0%
TOTAL EMPRESAS	9 266	100%

Nota. Elaboración propia.

Por otro lado, agrupamos las empresas de la muestra según la década en la que se fundaron (véase Figura IV.3). La mayoría sitúan su origen entre las décadas de 1980 y 2000. Cabe destacar que la década del 2010, por el período de recogida de los datos, solo comprende las empresas fundadas desde ese año hasta 2016.

Figura IV.3.

Distribución de la muestra por década de fundación



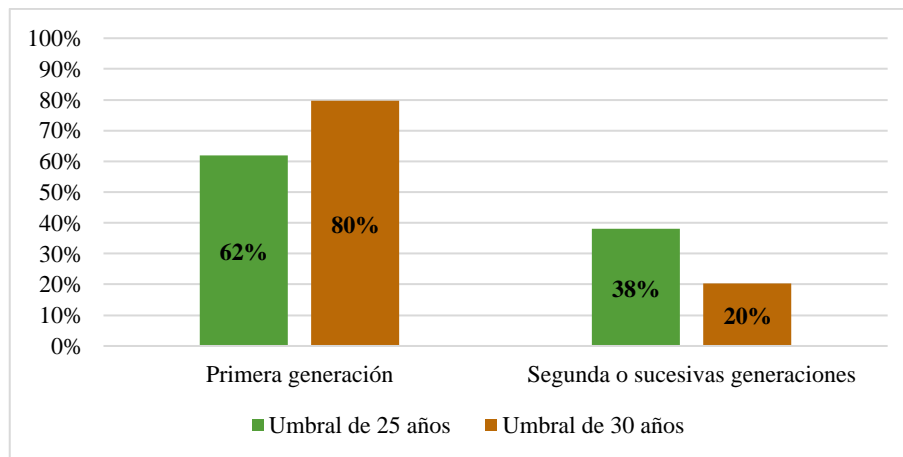
Nota. Elaboración propia.

Además, muchos autores utilizan la variable edad como *proxy* del proceso de sucesión de la empresa familiar. Concretamente, para determinar si la empresa se encuentra en manos de la primera generación, o bien ha sido transferida a la segunda o sucesivas generaciones, diversos autores establecen como umbral de referencia las edades de 25 (Gersick et al., 1997; Blanco-Mazagatos et al., 2007; Arrondo-García et al., 2016) o 30 años (Fiss & Zajac, 2004; Fernández & Nieto, 2005; García-Castro & Sharma, 2011; Muñoz-Bullon et al., 2018).

La Figura IV.4 representa cómo quedaría configurada nuestra muestra según ambos sistemas de clasificación. Si tomamos como referencia la edad de 25 años, aproximadamente un tercio de las empresas estarán en manos de la segunda o sucesivas generaciones familiares, mientras que el resto seguirán a cargo de la primera generación. Por otro lado, si consideramos la edad de 30 años, solo una quinta parte de las empresas habrán pasado a la siguiente generación familiar.

Figura IV.4.

Distribución de la muestra por generación familiar al frente de la empresa



Nota. Elaboración propia.

IV.3.3.5. Distribución de la Muestra por Tamaño

En la Tabla IV.6, se recoge la recomendación de la Comisión Europea, de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de microempresa, pequeña, mediana y gran empresa (2003/361/CE).

Tabla IV.6.

Definición del tamaño empresarial adoptada por la Comisión Europea

Dimensión	Nº empleados	Volumen de facturación anual	Total activo
Microempresa	1-9	≤2 millones €	≤2 millones €
Pequeña empresa	10-49	≤10 millones €	≤10 millones €
Mediana empresa	50-249	≤50 millones €	≤43 millones €
Gran empresa	Más de 250	>50 millones €	>43 millones €

Nota. Elaboración propia.

Consecuentemente, tal y como se observa en la Tabla IV.7 y en la Figura IV.5, en la muestra predomina la microempresa (75,5%), seguida de la pequeña (21,3%) y la mediana empresa (3,0%). En cambio, la representación de las grandes empresas es prácticamente nula (0,2%).

Tabla IV.7.

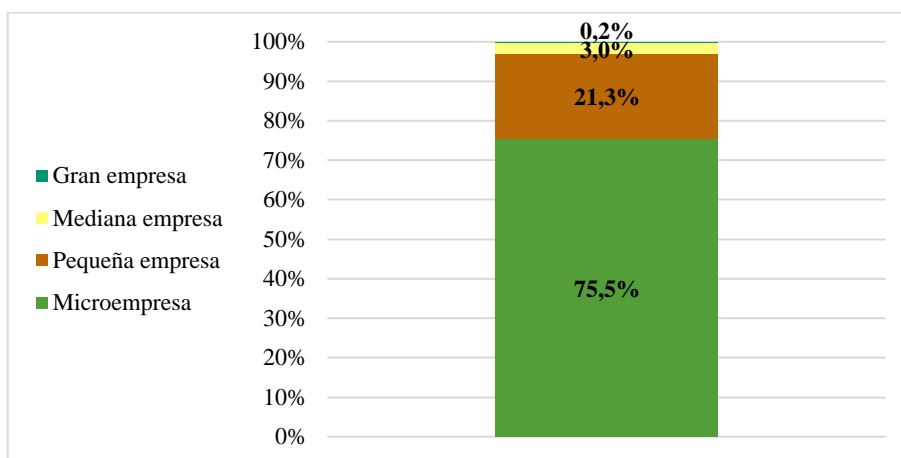
Distribución de la muestra por tamaño

Dimensión	Nº de empresas	Distribución muestral
Microempresa	6 996	75,5%
Pequeña empresa	1 975	21,3%
Mediana empresa	275	3,0%
Gran empresa	20	0,2%
TOTAL EMPRESAS	9 266	100%

Nota. Pese a que han sido analizadas cada una de las tres dimensiones dispuestas en la Tabla IV.6, el criterio predominante para optar por una clasificación u otra ha sido el total activo, por tratarse de la única variable de la cual disponíamos de información completa para todas las empresas de la muestra.

Figura IV.5.

Distribución de la muestra por tamaño



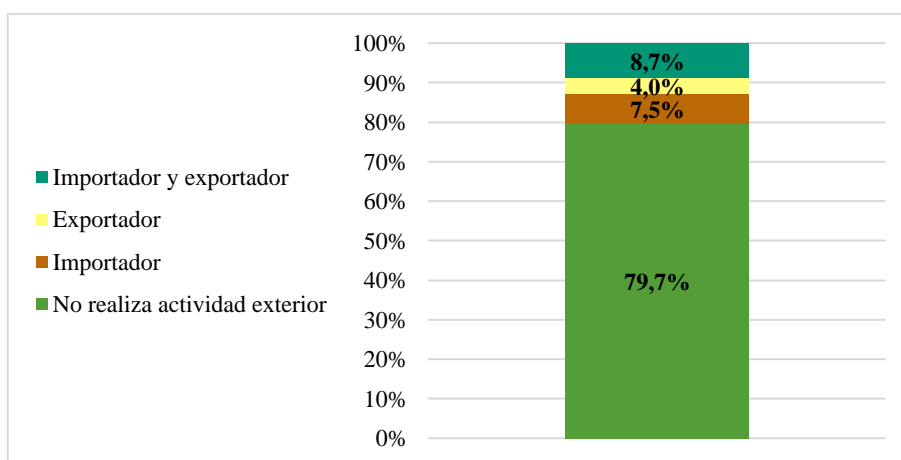
Nota. Elaboración propia.

IV.3.3.6. Presencia Internacional de las Empresas de la Muestra

Por último, resaltamos que la mayoría de las empresas de la muestra no realiza ningún tipo de actividad exterior (79,7%). Solo el 8,7% de las empresas realiza actividades tanto de importación como de exportación; mientras que el 7,5% y el 4,0%, respectivamente, se dedica exclusivamente a actividades de importación o de exportación (véase Figura IV.6).

Figura IV.6.

Presencia internacional de las empresas de la muestra



Nota. Elaboración propia.

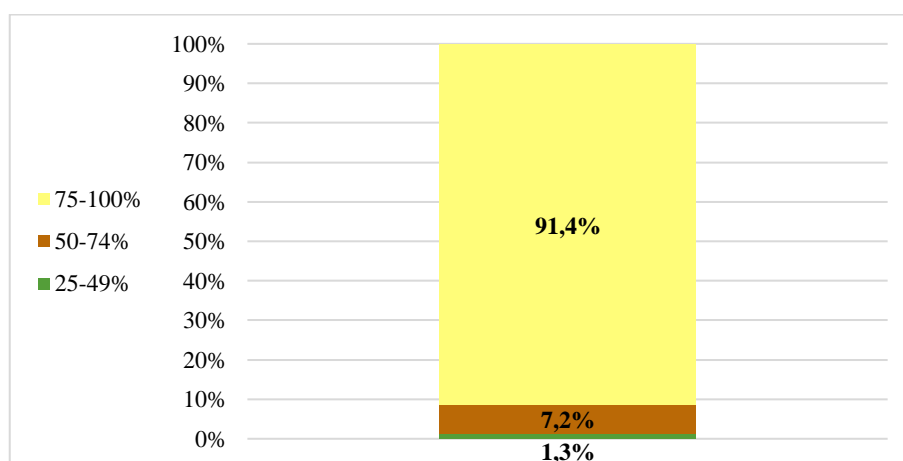
IV.3.3.7. Principales Dimensiones de la Implicación Familiar

IV.3.3.7.1. Propiedad Familiar

Como podemos observar en la Figura IV.7, los miembros familiares ostentan más del 50% de la propiedad del negocio en un 98,7% de las empresas de la muestra, siendo muy reducido el número de empresas cuyos miembros familiares mantienen un porcentaje inferior al 50% —pero siempre superior al 25%—.

Figura IV.7.

Distribución de la muestra según el porcentaje de propiedad familiar



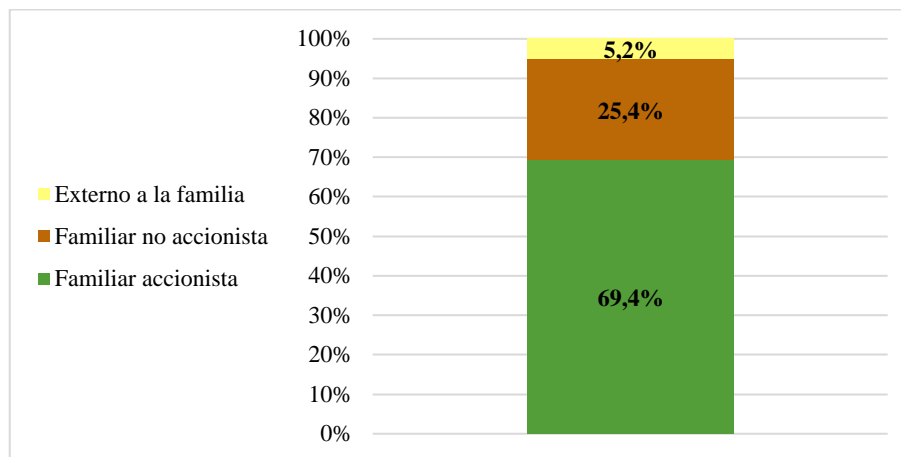
Nota. Elaboración propia.

IV.3.3.7.2. Dirección Familiar

Si analizamos quién ostenta el cargo de director ejecutivo (véase Figura IV.8), observamos que en un 69,4% de las empresas está desempeñado por un miembro de la familia que, además, es accionista; en un 25,4% de las empresas, por un miembro de la familia que no participa de forma directa en la propiedad de la misma; y solo en un 5,2% de las empresas, por una persona totalmente ajena a la familia —en este último grupo, habría tenido lugar el proceso de profesionalización de la empresa familiar, tal y como explicamos en el Capítulo II—.

Figura IV.8.

Distribución de la muestra según el rol del director ejecutivo



Nota. Elaboración propia.

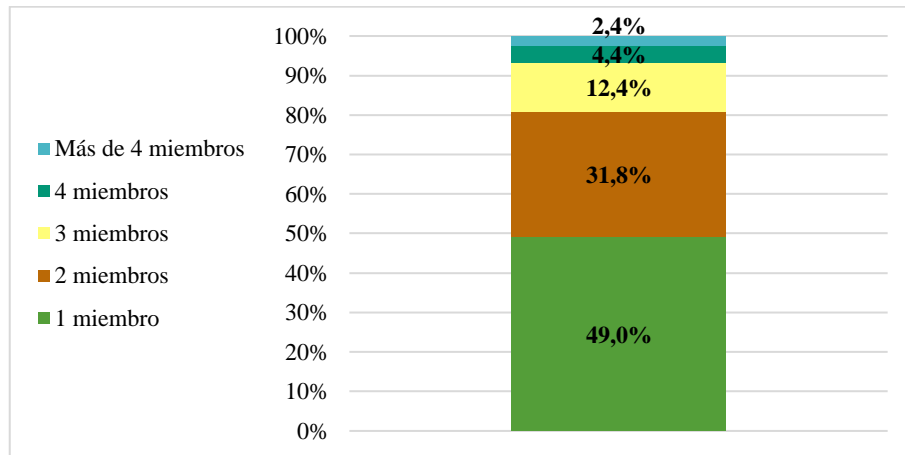
IV.3.3.7.3. Órgano de Administración Familiar

Para comprender mejor cómo se configura el órgano de administración de las empresas de la muestra, analizamos tres aspectos diferentes. En primer lugar, el número total de miembros que compone dicha estructura, ya sean familiares o no familiares. En la Figura IV.9, observamos como un 49,0% de nuestras empresas cuentan con un administrador único; un 31,8% de las empresas, con dos administradores, ya sean solidarios o mancomunados; y un 19,2% de las empresas disponen de un consejo de administración como tal, con tres miembros o más.

En segundo lugar, nos centramos en la presencia de los miembros familiares. Así, la Figura IV.10 recoge la distribución de las empresas de la muestra según el porcentaje de miembros de la familia que forman parte del órgano de administración. La mayoría cuentan con una estructura totalmente familiar (91,4%), mientras que un porcentaje más reducido de empresas incluye otros individuos ajenos a la familia.

Figura IV.9.

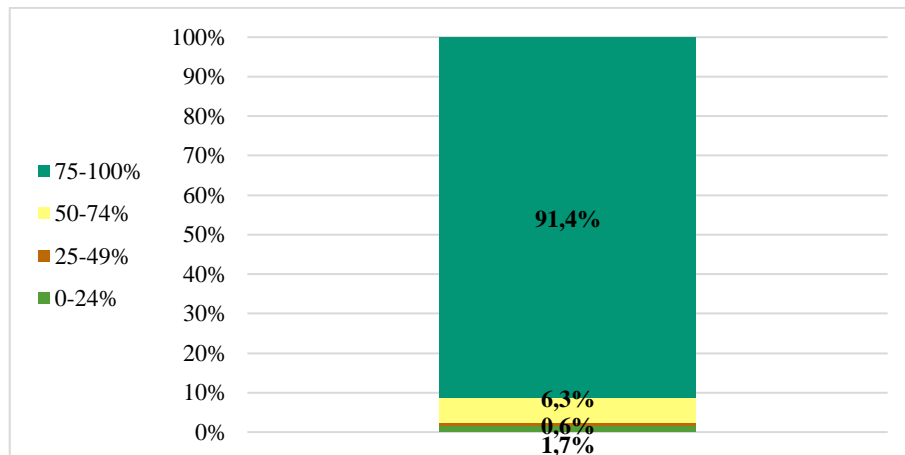
Distribución de la muestra según el número total de miembros que forma parte del órgano de administración



Nota. Elaboración propia.

Figura IV.10.

Distribución de la muestra según el porcentaje de miembros familiares que forma parte del órgano de administración



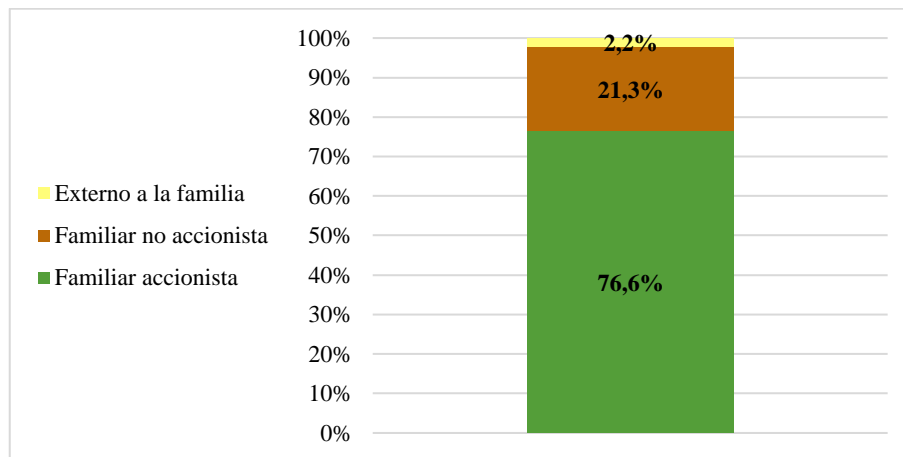
Nota. Elaboración propia.

Por último, analizamos el papel del máximo responsable del órgano de administración, ya sea como administrador o presidente. Esta información está recogida en la Figura IV.11. En un 76,6% de las empresas, dicho rol está desempeñado por un miembro de la familia que, además, es accionista; en un 21,3% de las empresas, por un miembro de la familia que no participa de

forma directa en la propiedad; y en un 2,2% de las empresas, por una persona totalmente ajena a la familia.

Figura IV.11.

Distribución de la muestra según el máximo responsable del órgano de administración



Nota. Elaboración propia.

IV.3.4. VARIABLES

El capítulo que nos ocupa se centra en dos cuestiones fundamentales de la empresa familiar; por un lado, la heterogeneidad, medida a través del concepto de implicación familiar en el negocio; y, por otro lado, la estructura de capital, medida a través del nivel de endeudamiento. El objetivo de este subepígrafe es determinar y explicar las variables empleadas en el estudio, así como los indicadores utilizados para medirlas. Toda esta información se encuentra recogida en la Tabla IV.8.

IV.3.4.1. Variable Dependiente

Nuestro modelo empírico se centra en la tasa de endeudamiento total de las empresas. La fórmula de cálculo utilizada es la siguiente:

$$\text{Endeudamiento Total} = \frac{\text{Pasivo No Corriente} + \text{Pasivo Corriente}}{\text{Activo Total}}$$

IV.3.4.2. Variables Independientes

Sobre la base de nuestra revisión bibliográfica, examinamos las principales dimensiones de la implicación familiar en el negocio: propiedad, dirección y órgano de administración³⁶. Ser consciente de la representación de la familia en la empresa es fundamental para analizar el impacto de la riqueza socioemocional en las principales decisiones estratégicas, como la referente al modo de financiarse. Así, consideramos el porcentaje de propiedad directo en manos de la familia para medir la propiedad familiar; el rol del director ejecutivo para determinar la dirección familiar; y los tres indicadores descritos en la Tabla IV.8 para evaluar la participación de la familia en el órgano de administración.

IV.3.4.3. Variables de Control

Finalmente, introducimos una serie de variables de control que también podrían influir en el nivel de deuda de la empresa familiar. Así, consideramos el efecto de la edad y del tamaño del negocio, medidos como el logaritmo neperiano de la edad —calculada en días— y del total de activos de la empresa, respectivamente. Adicionalmente, incluimos una variable categórica para controlar la posible incidencia de los principales sectores industriales en los cuales las empresas desarrollan su actividad.

³⁶ Estos indicadores han sido seleccionados porque *i)* son los más utilizados en estudios anteriores y *ii)* podemos medirlos de forma precisa y apropiada. Según esta última razón, se han omitido variables comúnmente utilizadas por otros autores, como la autodefinición como empresa familiar. Esta variable es más subjetiva y no se puede observar, medir o construir directamente a través de la información proporcionada por una base de datos. Además, por su propia configuración, la autodefinición como empresa familiar no permite captar la heterogeneidad de este grupo de empresas.

Tabla IV.8.

Variables

Constructo	Indicador	Definición	Autores
Deuda total	DT ₁	Suma del pasivo corriente más el pasivo no corriente, dividido entre el total de activo	López-Gracia & Sánchez-Andújar (2007), Cirillo et al. (2015)
Propiedad familiar ^a	PF ₁	Representa el porcentaje de propiedad familiar directa. Se calcula sumando todas las acciones que poseen los miembros de la familia, con base en sus apellidos	García-Castro & Sharma (2011)
Dirección familiar ^a	DF ₁	Toma el valor 1 cuando un accionista familiar desempeña el cargo de CEO, el valor 2 cuando un miembro de la familia que no es accionista desempeña el cargo de CEO, y el valor 3 cuando un individuo externo a la familia desempeña el cargo de CEO	Adaptado de García-Castro & Sharma (2011)
Órgano de administración familiar ^a	OAF ₁	Toma el valor 1 cuando un accionista familiar ocupa el cargo de presidente, el valor 2 cuando un miembro de la familia que no es accionista ocupa el cargo de presidente, y el valor 3 cuando un individuo externo a la familia ocupa el cargo de presidente	Adaptado de García-Castro & Sharma (2011)
	OAF ₂	Toma el valor 1 cuando hay más de un miembro de la familia en el órgano de administración, y el valor 2 si no hay ninguno o solo uno —que normalmente coincide con el presidente o administrador—	Elaboración propia
	OAF ₃	Representa la proporción de administradores familiares respecto al total de miembros del órgano de administración	García-Castro & Sharma (2011)
Edad	E ₁	Logaritmo neperiano de la edad —calculada en días— de la empresa, tomando como referencia la última fecha de las cuentas que son accesibles al público	Adaptado de Ampenberger et al. (2013), Acedo-Ramírez et al. (2017)
Tamaño	T ₁	Logaritmo neperiano del total de activos de la empresa	Molly et al. (2010); Sakawa & Watanabel (2019)
Sector de actividad	SA ₁	Toma el valor 1 cuando la empresa pertenece al sector manufacturero, y el valor 2 en caso contrario	Elaboración propia

Notas. ^aDimensiones o indicadores del constructo de segundo orden implicación familiar. Elaboración propia.

IV.3.5. MÉTODO ESTADÍSTICO

En cuanto a la metodología empírica empleada, se ha estimado un modelo de ecuaciones estructurales basado en la varianza: mínimos cuadrados parciales³⁷ (Hair et al., 2017). Los modelos de ecuaciones estructurales combinan modelos de análisis factorial y de regresión en una única herramienta de análisis de datos. En ellos, las variables latentes representan conceptos teóricos inobservables, de modo que los indicadores son empleados como *inputs* en los análisis estadísticos, tratando de ofrecer evidencia sobre la relación de la variable latente y sus indicadores, así como sobre las relaciones entre las distintas variables latentes del modelo (Williams et al., 2009).

En este sentido, se analizan dos modelos interrelacionados. En primer lugar, el llamado modelo de medida, que describe las variables latentes o constructos, y designa los indicadores observables para cada una de ellas. Y, en segundo lugar, el modelo estructural, que define las relaciones causales entre las variables latentes (Gefen et al., 2000). Por consiguiente, una de las fortalezas de esta técnica multivariada o multivariante es la posibilidad de estar cerca de una realidad que no es directamente observable —variable latente—, sino que es computada como la suma de diversos indicadores o dimensiones; éstos sí son observables y medibles, permitiendo así testar relaciones complejas entre variables.

PLS-SEM también ofrece otra serie de beneficios adicionales, entre los que destacan que no precisa normalidad en las distribuciones de los datos, ni independencia de las observaciones, ni uniformidad de la métrica de las variables (Sosik et al., 2009). Además, no impone restricciones a la estructura de las covarianzas residuales y, bajo las condiciones de PLS-SEM,

³⁷ *Structural Equation Modeling: Partial Least Squares (PLS-SEM)*.

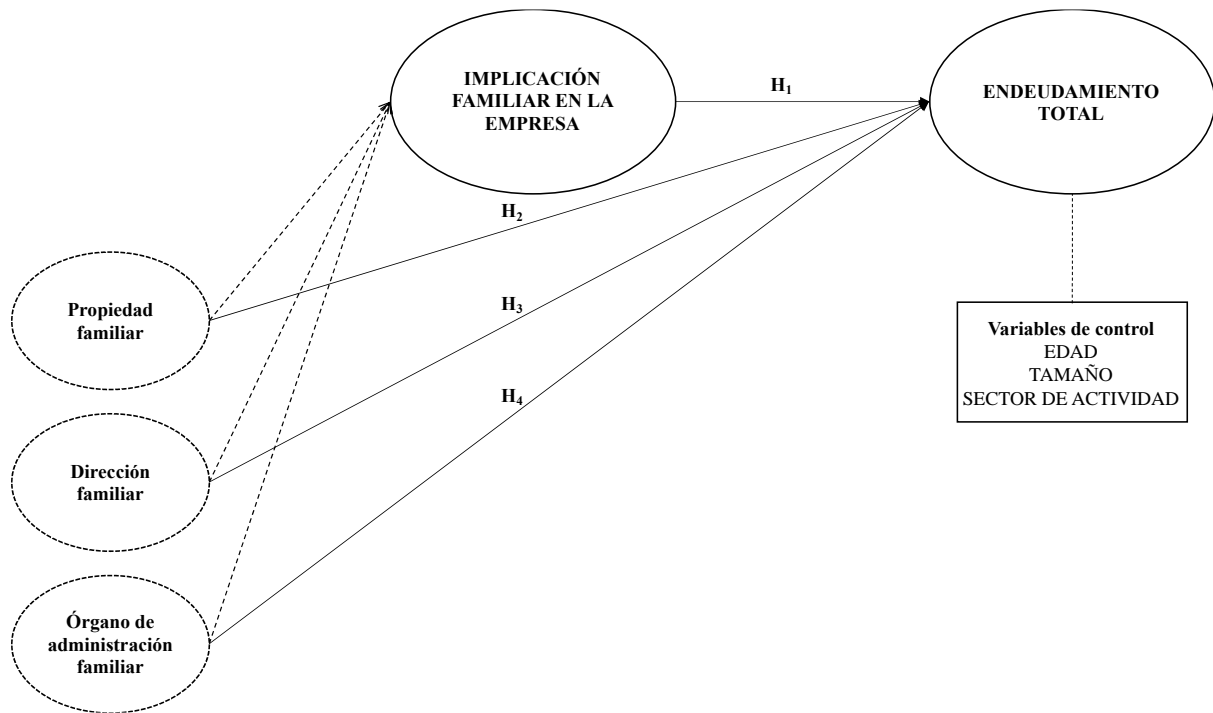
los términos de la varianza residual son minimizados (Chin, 2010). Por último, permite diferentes escalas de medida: nominal, ordinal, de intervalos y de razón.

Aunque PLS-SEM ha sido aplicado en algunos ámbitos de investigación sobre la empresa familiar, como los procesos de sucesión y profesionalización (Chua et al., 1999), la cultura organizativa (Vallejo-Martos, 2011b) o el proceso de internacionalización (Kidwell et al., 2020), el uso de esta técnica en estudios de finanzas sigue siendo incipiente. Sin embargo, se esperan grandes avances a medida que más investigadores la apliquen en sus trabajos (Sarstedt et al., 2014).

La Figura IV.12 muestra el modelo teórico de nuestro estudio. El modelo estructural nos permitió explorar la relación entre la implicación familiar en el negocio y el endeudamiento de la empresa familiar. Adicionalmente, a través del primer paso de la metodología —que detallamos en el siguiente epígrafe—, evaluamos la relación entre cada dimensión de la implicación familiar y el nivel de deuda. Y, a partir del modelo de medida, pudimos profundizar en la construcción del concepto de implicación familiar en nuestro estudio —un concepto que no podemos medir directamente—.

Figura IV.12.

Modelo teórico (I)



Nota. Elaboración propia.

IV.4. RESULTADOS EMPÍRICOS

Dado que la variable *implicación familiar* se describe como un constructo multidimensional, es decir, comprende conjuntamente tres dimensiones —propiedad familiar, dirección familiar y órgano de administración familiar—, seguimos el método del enfoque en dos pasos o *two-stage approach* para estimar el modelo de variable latente jerárquica³⁸. En cuanto a la dirección de la causalidad desde los indicadores hasta el constructo, se ha empleado un modelo de medida formativo³⁹ para evaluar los resultados.

A continuación, desarrollamos este epígrafe siguiendo las instrucciones de presentación de resultados propuestas por Becker et al. (2012) y recogidas en la Figura IV.13. Por su parte, la

³⁸ Utilizamos el software SmartPLS 3 (Ringle et al., 2015).

³⁹ Las construcciones no son inherentemente reflexivas o formativas. El tipo de medición depende de la conceptualización del constructo, su rol en el modelo y el objetivo de la investigación (Sarstedt et al., 2014).

Tabla IV.9 presenta los estadísticos descriptivos de nuestras variables, así como la matriz de correlaciones. Y el Anexo 3 recoge la valoración global de nuestro modelo.

Figura IV.13.

Proceso para la estimación de modelos estructurales con constructos de segundo orden: el enfoque en dos pasos o two-stage approach

Calcular y evaluar el modelo de medida de primer orden (formativo)

- Valoración de la multicolinealidad potencial entre indicadores
- Valoración de la magnitud de los pesos (weights) de los indicadores y su significación

Crear una nueva base de datos con las puntuaciones agregadas de las variables latentes (scores)

Construir los factores de segundo orden con las puntuaciones agregadas de las variables latentes como indicadores

Calcular el modelo estructural completo

Evaluar el modelo de medida de segundo orden (formativo)

- Valoración de la multicolinealidad potencial entre indicadores
- Valoración de la magnitud de los pesos (weights) de los indicadores y su significación

Evaluar los resultados del modelo estructural

- Valoración de posibles problemas de colinealidad en el modelo estructural
- Evaluación del signo algebraico, magnitud y significación estadística de los coeficientes path
- Valoración del coeficiente de determinación (R^2)
- Valoración del tamaño de los efectos (f^2)

Nota. Becker et al. (2012), Wright et al. (2012) y elaboración propia.

Tabla IV.9.

Estadísticos descriptivos y matriz de correlaciones de Pearson (I)

	Media	Mediana	Mínimo	Máximo	Desv. Típica			
1. DT ₁	0,595	0,563	0,003	3,357	0,421			
2. PF ₁	0,955	1,000	0,250	1,000	0,131			
3. DF ₁	1,358	1,000	1,000	3,000	0,577			
4. OAF ₁	1,256	1,000	1,000	3,000	0,483			
5. OAF ₂	1,524	2,000	1,000	2,000	0,499			
6. OAF ₃	0,950	1,000	0,000	1,000	0,172			
7. E ₁	8,790	8,963	4,522	10,444	0,678			
8. T ₁	6,579	6,650	1,099	13,181	1,479			
9. SA ₁	1,701	2,000	1,000	2,000	0,458			

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	
(1)	1,000								
(2)	0,019	1,000							
(3)	0,016	-0,264**	1,000						
(4)	0,046**	-0,148**	0,670**	1,000					
(5)	0,090**	-0,074**	0,162**	0,319**	1,000				
(6)	0,012	0,485**	-0,486**	-0,376**	-0,083**	1,000			
(7)	-0,198**	-0,004	-0,035**	-0,041**	-0,106**	-0,021*	1,000		
(8)	-0,288**	0,033**	-0,093**	-0,123**	-0,190**	0,009	0,383**	1,000	
(9)	-0,008	0,044**	-0,007	-0,006	0,016	0,027**	-0,048**	-0,047**	1,000

Notas. * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$

En primer lugar, estimamos y evaluamos la adecuación del constructo de primer orden — órgano de administración familiar—, para así obtener las puntuaciones agregadas correctas de las dimensiones. Por tratarse de un modelo de medida formativo, analizamos la multicolinealidad entre los indicadores y la significación de los pesos. Para ello, acudimos a un proceso de remuestreo o *bootstrapping* de dos colas con 10 000 submuestras. Como indica la Tabla IV.10, todos los pesos son significativos ($p < 0,05$) y no hay problemas de multicolinealidad entre los indicadores, ya que el valor del Factor de Inflación de la Varianza (FIV)⁴⁰ es inferior a 3,3. En consecuencia, pudimos continuar con el siguiente paso.

⁴⁰ En inglés, *Variance Inflation Factor (VIF)*.

Tabla IV.10.

Evaluación del modelo de medida: primer paso

Indicador	Peso	Desv. Típica	t-Test	Valor <i>p</i>	2,5%	97,5%	FIV
OAF ₁	0,3266	0,1195	2,7332	0,0063	0,0826	0,5491	1,2893
OAF ₂	0,8578	0,0671	12,7798	0,0000	0,7052	0,9648	1,1150
OAF ₃	0,3234	0,1025	3,1549	0,0016	0,1112	0,5099	1,1664

Las puntuaciones agregadas obtenidas en el primer paso se utilizaron para configurar el constructo de segundo orden —implicación familiar en la empresa—. Así, en cuanto al modelo de medida y según el valor *p* (véase Tabla IV.11), solo una dimensión fue estadísticamente significativa en la construcción del concepto de implicación familiar: el órgano de administración. Además, el análisis del FIV reveló que no existía evidencia de multicolinealidad entre las tres dimensiones⁴¹.

Tabla IV.11.

Evaluación del modelo de medida: segundo paso

Dimensión	Peso	Desv. Típica	t-Test	Valor <i>p</i>	2,5%	97,5%	FIV
Propiedad familiar	0,1521	0,1062	1,4319	0,1522	-0,0596	0,3534	1,0866
Dirección familiar	0,0099	0,1130	0,0879	0,9300	-0,2194	0,2267	1,1298
Órgano de administración familiar	0,9799	0,0343	28,5885	0,0000	0,8916	1,0193	1,0531

La Tabla IV.12 presenta los resultados estimados para nuestra hipótesis principal (*Hipótesis 1*). La relación entre la implicación familiar y el endeudamiento de la empresa resultó ser directa y estadísticamente significativa, lo que indica que el nivel de deuda depende del grado

⁴¹ Aunque solo una dimensión resultó ser significativa, al no existir problemas de multicolinealidad, no se suprimió ninguna de ellas. La exclusión de indicadores de la variable latente implicaría la eliminación de parte del constructo, dando lugar a un significado completamente diferente del mismo —los indicadores formativos no son intercambiables— (Roberts & Thatcher, 2009).

de implicación familiar en el negocio. Respecto a las variables de control —edad, tamaño y sector de actividad—, todas ellas fueron significativas ($p < 0,05$). Además, no hay problemas de multicolinealidad a nivel estructural, ya que el valor del FIV es menor que 5 (Hair et al., 2017).

Tabla IV.12.

Evaluación del modelo estructural (I)

Relación	Camino	Desv. Típica	t-Test	Valor p	2,5%	97,5%	FIV
Hipótesis 1	0,0403	0,0102	3,9476	0,0001	0,0214	0,0615	1,0402
<i>Variables de control</i>							
Edad	-0,1017	0,0118	8,6417	0,0000	-0,1249	-0,0788	1,1748
Tamaño	-0,2425	0,0120	20,2139	0,0000	-0,2654	-0,2187	1,2049
Sector de actividad	-0,0250	0,0098	2,5596	0,0105	-0,0444	-0,0062	1,0036

Notas. $R^2=0,0941$

R^2 ajustado=0,0937

Finalmente, exploramos también la posible relación individual de cada una de las dimensiones de la implicación familiar con el nivel de endeudamiento de la empresa. Como se puede observar en la Tabla IV.13, tanto la implicación familiar en la propiedad (*Hipótesis 2*) como la participación de la familia en el órgano de administración (*Hipótesis 4*) están directamente relacionadas con la deuda. Por el contrario, la participación de la familia en la dirección empresarial resultó ser no significativa (*Hipótesis 3*).

Tabla IV.13.

Análisis adicionales: efecto individual

Efecto individual	Camino	Desv. Típica	t-Test	Valor p	2,5%	97,5%
Hipótesis 2	0,0227	0,0097	2,3352	0,0196	0,0036	0,0411
Hipótesis 3	-0,0118	0,0088	1,3348	0,1820	-0,0293	0,0053
Hipótesis 4	0,0379	0,0100	3,7738	0,0002	0,0195	0,0593

IV.5. DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS

Haciendo alusión a la heterogeneidad de la empresa familiar, y a diferencia de los autores anteriores que miden la naturaleza familiar del negocio con una variable dicotómica (McConaughy & Phillips, 1999; Blanco-Mazagatos et al., 2007; Ampenberger et al., 2013; Díaz-Díaz et al., 2016; Acedo-Ramírez et al., 2017), nuestra investigación satisface principalmente dos objetivos.

En primer lugar, ofrecemos una medida empírica del concepto teórico de implicación familiar en el negocio. Se trata de un constructo multidimensional formado por la participación de la familia en la propiedad, la dirección y el órgano de administración, captando así la heterogeneidad de la empresa familiar. Dada la literatura previa, parece no ser suficiente estudiar una dimensión aislada de la implicación familiar en el negocio, ya que se pierden muchos matices de la configuración única y particular de cada empresa. De ahí nuestra aportación de combinar en una sola medida la participación de la familia en los roles más importantes del negocio. Este instrumento específico podría ser replicado por otros investigadores, lo que ayudaría a resolver problemas como la identificación de la empresa familiar en bases de datos genéricas, sin necesidad de recurrir a cuestionarios —que incorporan cierto grado de subjetividad—. Igualmente, favorecería la comparación entre diferentes estudios al basarse en la misma unidad de medida.

En segundo lugar, exploramos si esta heterogeneidad de la empresa familiar influye en sus decisiones financieras y, de ser así, cómo lo hace (Michiels & Molly, 2017). De este modo, otra aportación relevante de nuestra investigación está relacionada con el nivel de endeudamiento de la empresa familiar. Estudios previos han sugerido que las empresas familiares presentan mayores niveles de deuda (Blanco-Mazagatos et al., 2007; Díaz-Díaz et al., 2016; Acedo-Ramírez et al., 2017) o menores niveles de endeudamiento (McConaughy &

Phillips, 1999; Ampenberger et al., 2013) que las empresas no familiares. Superando la tradicional dicotomía y centrándonos en las diferencias entre las empresas familiares, nuestro estudio confirma que el grado de implicación familiar influye directamente en el nivel de endeudamiento de la empresa familiar (*Hipótesis 1*). En otras palabras, la empresa estará más endeudada cuanto mayor sea la participación de la familia en el negocio —como medida de heterogeneidad—, en virtud del deseo de los miembros familiares de preservar su riqueza socioemocional, así como del arraigo de la familia en la empresa.

Además, también analizamos la relación individual de cada dimensión de la implicación familiar con el nivel de endeudamiento. Es decir, examinamos la influencia o el efecto parcial de la implicación familiar en las diferentes estructuras de la empresa sobre la decisión de financiarse mediante deuda. A este respecto, tanto la propiedad como el órgano de administración (*Hipótesis 2 y 4*) deben ser especialmente considerados por la familia si su deseo es que la riqueza socioemocional o necesidades afectivas sigan siendo una prioridad en la empresa; en otras palabras, si quiere conservar el control familiar, así como gestionar la toma de decisiones.

Sin embargo, no encontramos evidencia empírica suficiente para confirmar que el papel del director ejecutivo sea decisivo en el nivel de endeudamiento (*Hipótesis 3*). En este sentido, si surgen deficiencias en la selección de miembros familiares para dirigir la empresa, una alternativa para superar esta limitación sería el nombramiento de un director externo. Así, la familia conserva todo el control de la toma de decisiones y se beneficia de la educación, el conocimiento y el *know-how* de un profesional, que también puede aportar nuevas ideas al negocio.

Finalmente, nuestros resultados revelan que la participación de la familia en el órgano de administración es la principal fuente de implicación familiar en relación con el nivel de deuda.

Se trata de un resultado lógico, teniendo en cuenta que es el órgano responsable de tomar las decisiones más importantes de la empresa, definiendo sus acciones y su comportamiento. Cuando la familia está representada y participa en él en mayor medida, las decisiones estarán impregnadas de esos valores intrínsecos que subyacen en la empresa familiar.

CAPÍTULO V.

Implicación Familiar en el Órgano de Administración y Etapa Generacional como Fuentes de Heterogeneidad: Impacto en el Nivel de Endeudamiento⁴²

⁴² Este capítulo es una traducción y adaptación del artículo de investigación Comino-Jurado, M., Sánchez-Andújar, S. & Parrado-Martínez, P. (s.f.). Reassessing debt-financing decisions in family firms: family involvement in the board of directors and generational stage. Con fecha 25 de mayo de 2021, el citado artículo ha sido recomendado para su aceptación en *Journal of Business Research*.

V.1. INTRODUCCIÓN

Aunque un importante número de investigaciones ha analizado el nivel de endeudamiento de la empresa familiar (López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; González et al., 2013; Díaz-Díaz et al., 2016; Acedo-Ramírez et al., 2017; Diéguez-Soto & López-Delgado, 2019), hasta el momento no se ha alcanzado consenso alguno sobre cómo se configura su estructura de capital⁴³, probablemente debido a la heterogeneidad existente dentro de este grupo de empresas. De hecho, son varios los autores que consideran que las diferencias en el grupo de las empresas familiares pueden ser incluso mayores que las discrepancias entre las empresas familiares y no familiares (Chua et al., 2012).

Como fuentes principales de heterogeneidad de la empresa familiar, estudios recientes reconocen que el enfoque de los objetivos centrados en la familia —como la conservación del control familiar o la armonía familiar— y en la empresa —como la maximización del beneficio o el crecimiento del valor financiero— puede variar ampliamente entre empresas familiares (Molly et al., 2019), constituyendo la primera fuente sustancial de heterogeneidad. Junto con los objetivos y los recursos, la presencia de la familia en la estructura de gobierno de la empresa (Chua et al., 2012; Chrisman et al., 2018; Daspit et al., 2018), así como la generación familiar

⁴³ Esta cuestión ha sido ampliamente abordada en el Capítulo III.

al frente del negocio (Gómez-Mejía et al., 2011; Blanco-Mazagatos et al., 2018; Muñoz-Bullon et al., 2018) condicionan también su carácter distintivo y heterogéneo.

Por consiguiente, nuestro estudio trata de analizar las decisiones financieras de la empresa familiar teniendo en cuenta la citada heterogeneidad, con el objetivo de ampliar el conocimiento actual de este campo de investigación. En concreto, nos centramos en dos de las principales fuentes de heterogeneidad que fueron identificadas en el Capítulo II, por influir ambas en el deseo de los miembros familiares de preservar la riqueza socioemocional, afectando así a las decisiones sobre la estructura de capital. Por un lado, examinamos la implicación familiar en el órgano de administración⁴⁴ —considerado uno de los principales mecanismos de gobierno corporativo a disposición de la empresa—; y, por otro lado, la generación familiar al frente del negocio —primera generación versus segunda o sucesivas generaciones—. Además, testamos el efecto que los determinantes tradicionales de la estructura de capital tienen sobre el nivel de endeudamiento de nuestra muestra de empresas familiares; en concreto, la rentabilidad, liquidez, tangibilidad de los activos, edad y tamaño empresarial, así como el sector de actividad.

El resto del capítulo está organizado de la siguiente manera. El segundo epígrafe presenta el marco teórico, así como nuestras principales hipótesis. A continuación, describimos los aspectos metodológicos de la investigación en el epígrafe tercero. El cuarto epígrafe contiene los principales resultados del modelo. Finalmente, presentamos una discusión de dichos resultados en el quinto epígrafe.

⁴⁴ En línea con el estudio empírico del Capítulo IV, subrayamos el papel del órgano de administración como la dimensión más importante en la construcción del concepto de implicación familiar, avalando su consideración como causante de la heterogeneidad de este grupo de empresas.

V.2. MARCO TEÓRICO E HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN

Dividimos la presentación del marco teórico de este estudio en dos subepígrafes. En primer lugar, analizamos la figura del órgano de administración y cómo la presencia de los miembros familiares en dicha estructura conduce a diferentes niveles de endeudamiento. Y, en segundo lugar, examinamos el papel de la generación familiar al frente del negocio y su repercusión en las decisiones sobre el endeudamiento.

V.2.1. IMPLICACIÓN FAMILIAR EN EL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN Y NIVEL DE ENDEUDAMIENTO

El órgano de administración es uno de los mecanismos más importantes de gobierno corporativo (Blair, 2007). Se encarga de definir la estrategia de la empresa y, al mismo tiempo, sirve de nexo para unir los intereses de accionistas y directores (Voordeckers et al., 2007). Además, sus principales funciones de control y asesoramiento al equipo directivo le permiten mejorar el rendimiento y el comportamiento financiero de la empresa (Zahra & Pearce, 1989).

Teniendo en cuenta la motivación intrínseca de los individuos, así como la influencia que los propietarios familiares con gran poder y control en el órgano de administración pueden tener en la toma de decisiones —imponiendo sus objetivos centrados en la familia—, la representación familiar en el órgano de administración se considera un *conductor de la capacidad*⁴⁵ de conservación de la riqueza socioemocional de la empresa (Molly et al., 2019). En este sentido, numerosos estudios centrados en cuestiones de gobierno de la empresa familiar analizan cómo la implicación de la familia condiciona la estructura del órgano de administración, así como su papel a la hora de tomar decisiones (Xi et al., 2015).

⁴⁵ En inglés, *ability driver*.

Aunque la mayor parte de la investigación previa se ha centrado en analizar las diferencias existentes en la dinámica de los órganos de administración de empresas familiares y empresas no familiares —por ejemplo, los miembros del órgano de administración de la empresa familiar suelen ser más interdependientes y estar emocionalmente más vinculados entre sí que los miembros de los consejos de administración de la empresa no familiar (Bettinelli, 2011)—, estudios recientes reconocen que el enfoque de los objetivos centrados en la familia y en la empresa también puede variar ampliamente entre las empresas familiares, destacando la heterogeneidad existente dentro de este grupo (Molly et al., 2019). Así, la implicación familiar en el órgano de administración es considerada una importante fuente de heterogeneidad de la empresa familiar (Chua et al., 2012; Chrisman et al., 2018; Daspit et al., 2018), que puede diferir en el número, la proporción, la posición o la relación de los miembros de la familia en la jerarquía del órgano. Un papel más fuerte de la familia hace que la empresa sea más propensa a esforzarse para proteger su riqueza socioemocional (Gómez-Mejía et al., 2007). En este sentido, el grupo familiar puede ejercer activamente el control sobre las decisiones estratégicas de la empresa nombrando a un miembro de la familia como presidente del órgano de administración.

La investigación sobre cómo la participación de la familia en el órgano de administración influye en las decisiones financieras de la empresa familiar, teniendo en cuenta la heterogeneidad de este grupo, es escasa. Específicamente, la literatura anterior se ha limitado a investigar cómo el órgano de administración puede moderar o mediar otras relaciones. En esta línea, González et al. (2013) estudian la relación entre la propiedad familiar y la deuda, así como entre la dirección familiar y el nivel de endeudamiento de empresas colombianas, y cómo ambas relaciones cambian cuando la familia ejerce el control a través del órgano de administración. Del mismo modo, Lardon et al. (2017) estudian la relación entre la presencia de un director ejecutivo externo y el nivel de endeudamiento de empresas belgas, y cómo se

atenúa esa relación cuando la familia participa en el órgano de administración. Por su parte, Molly et al. (2019) analizan cómo influye la persecución de objetivos centrados en la familia sobre el nivel de endeudamiento de empresas familiares belgas, y cómo la representación familiar en el órgano de administración media esta relación. Por último, estudios más recientes han analizado la repercusión que la presencia de la mujer en el órgano de administración tiene sobre el nivel de endeudamiento de la empresa familiar (López-Delgado & Diéguez-Soto, 2020; Poletti-Hughes & Martínez Garcia, 2020).

Con el fin de ampliar la literatura anterior, este trabajo considera el efecto directo que la participación de la familia en el órgano de administración puede ejercer sobre el endeudamiento de la empresa familiar. En este sentido, las empresas con un enfoque dominante hacia los objetivos centrados en la familia tienden, en primer lugar, a utilizar recursos internos para financiarse, tratando de evitar la deuda. Esta decisión reduce el riesgo de perder el control familiar debido a la mayor vigilancia por parte de los acreedores que supondría el acceso al crédito (Schmid, 2013; Molly et al., 2019; Baixauli-Soler et al., 2021). Sin embargo, dado que los recursos generados internamente pueden ser limitados, las empresas familiares se ven obligadas a recurrir a fuentes financieras externas. En este escenario, la voluntad de la familia de preservar la riqueza socioemocional podría llevar a estas empresas a aumentar el nivel de endeudamiento en lugar de recurrir a la financiación mediante acciones, con el objetivo de conservar el control familiar (Gottardo & Moisello, 2019). A este respecto, basándose en una reducción de los costes de agencia, Chua et al. (2011) encuentran que la participación de la familia en el órgano de administración de las *new ventures* está positivamente relacionada con la cantidad de deuda obtenida.

De acuerdo con la lógica de la perspectiva de la riqueza socioemocional, esperamos que la implicación familiar en el órgano de administración esté directamente relacionada con el nivel

de endeudamiento de la empresa familiar, tomando la preservación de los aspectos socioemocionales y el control familiar sobre la aversión al riesgo (Gottardo & Moisello, 2014).

Así, establecemos la siguiente hipótesis:

Hipótesis 1 (H₁). *La implicación familiar en el órgano de administración influye directamente en el nivel de endeudamiento de la empresa familiar.*

V.2.2. ETAPA GENERACIONAL Y NIVEL DE ENDEUDAMIENTO

En las últimas décadas, se ha prestado cada vez más atención al proceso de sucesión de la empresa familiar, como un factor relevante para su supervivencia. Lansberg (1988) señala que la falta de planificación de dicho proceso es uno de los motivos por el que la empresa familiar tiende a desaparecer después de la primera generación. Una vez que acontece la sucesión de la empresa, todo puede cambiar, ya que el comportamiento de los miembros de la familia pertenecientes a generaciones posteriores podría ser diferente debido a la dispersión de la propiedad y la dirección (García-Ramos et al., 2017).

Por consiguiente, la generación familiar en la empresa es otra de sus principales fuentes de heterogeneidad (Gómez-Mejía et al., 2011; Blanco-Mazagatos et al., 2018; Muñoz-Bullon et al., 2018). Puesto que el vínculo familiar pierde fuerza con cada sucesión, la implicación de los miembros de la familia en el negocio puede disminuir, la importancia otorgada a los objetivos centrados en la familia y en la empresa puede cambiar (Sciascia et al., 2014), y la percepción del riesgo puede ser diferente. En definitiva, considerar el efecto de la generación familiar al frente de la empresa también permite captar el deseo de preservar la riqueza socioemocional (García-Ramos et al., 2017).

Las investigaciones que tienen en cuenta la generación familiar en la empresa como fuente de heterogeneidad se han centrado en temas muy diversos, como el rendimiento (Sciascia et al.,

2014; García-Ramos et al., 2017), las decisiones de diversificación (Muñoz-Bullon et al., 2018), la innovación de productos (Sánchez-Marín et al., 2020), las prácticas de recursos humanos (Blanco-Mazagatos et al., 2018) o la política de dividendos (Vandemaele & Vancauterem, 2015; Belda-Ruiz et al., 2021). En cuanto a la influencia de la etapa generacional en la que se encuentra la empresa sobre el nivel de endeudamiento, los resultados no son concluyentes y se necesitan más estudios empíricos al respecto.

Por un lado, los problemas de agencia en la empresa familiar crecen con el proceso de sucesión, ya que surgirán asimetrías de información y conflictos de intereses entre sus miembros. Blanco-Mazagatos et al. (2007) afirman que el nivel de deuda aumenta tras producirse la sucesión en la empresa, justificando que los miembros de la familia que no participan activamente en el negocio desearán aumentar el endeudamiento, tratando de utilizar la deuda como un mecanismo de gobierno que evite el oportunismo de los directores. En la misma línea, González et al. (2013) concluyen que la etapa generacional de la empresa influye positivamente en el nivel de endeudamiento —utilizando la edad como *proxy* de la generación familiar—, de manera que éste tiende a ser mayor cuando la empresa envejece.

Por otro lado, según el planteamiento de Belda-Ruiz et al. (2021), las empresas controladas y dirigidas por la familia fundadora —empresas familiares de primera generación— poseen una fuerte orientación hacia la preservación de aspectos socioemocionales. Sin embargo, la identificación con el negocio y el apego emocional de sus miembros se reduce a medida que la empresa se transfiere a las siguientes generaciones, donde los aspectos financieros adquieren mayor importancia (Gómez-Mejía et al., 2011; Sciascia et al., 2014). Además, algunos autores sostienen que la empresa familiar se vuelve más adversa al riesgo después del proceso de sucesión, y que los miembros de la familia pertenecientes a la segunda generación se preocupan más por la conservación de la riqueza que por la creación de la misma, lo que se traduce en un

nivel de endeudamiento menor (Kaye & Hamilton, 2004). En este sentido, el estudio de Molly et al. (2010) señala que el nivel de deuda de la empresa familiar disminuye cuando ésta pasa a la segunda generación. Además, Molly et al. (2012) demuestran que, en comparación con las empresas familiares de primera generación, las empresas de segunda y tercera generación tienen un nivel de endeudamiento significativamente más bajo.

En línea con este último planteamiento, esperamos un efecto negativo de la etapa generacional de la empresa familiar sobre su nivel de deuda, basándonos en varios argumentos. En primer lugar, dado que la dispersión de la propiedad es mayor en las empresas familiares de segunda o sucesivas generaciones (Bacci et al., 2018), el deseo de los miembros de la familia de preservar la riqueza socioemocional disminuye. De este modo, podrán estar más dispuestos a permitir la entrada de miembros no familiares, aumentando así los recursos propios de la empresa a costa del endeudamiento. En segundo lugar, las empresas familiares se vuelven más adversas al riesgo tras el proceso de sucesión, por lo que tratarán de evitar el endeudamiento. Y, por último, las empresas familiares de segunda o sucesivas generaciones no se muestran tan preocupadas por el crecimiento de la empresa como por la conservación de su patrimonio, lo que reducirá la necesidad de financiación externa. Así, nuestra segunda hipótesis se enunciaría como sigue:

***Hipótesis 2 (H₂).** La etapa generacional en la que se encuentra la empresa familiar influye inversamente en el nivel de endeudamiento.*

V.3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

A fin de dotar los resultados de nuestra investigación de mayor consistencia, partimos de la misma muestra utilizada en el estudio empírico anterior, a excepción de aquellas empresas de las cuales no disponíamos de la información suficiente para construir las nuevas variables del

modelo. Por consiguiente, para el desarrollo de este epígrafe, tomamos como referencia la descripción de los aspectos metodológicos detallados en el Capítulo IV, evitando así la duplicidad de información.

V.3.1. DEFINICIÓN OPERATIVA DE EMPRESA FAMILIAR

Tal y como definimos en el capítulo anterior, una empresa es considerada familiar si, al menos, dos miembros de la familia están implicados en la empresa, y el grupo familiar posee como mínimo el 25% de las acciones.

V.3.2. PROCESO DE OBTENCIÓN Y DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA

La muestra de este segundo estudio se compone de 8 157 empresas familiares españolas. La Tabla V.1 recoge el proceso de depuración de la base de datos que fue llevado a cabo a partir de la muestra del estudio anterior. Es decir, dicho proceso coincide con el descrito en el Capítulo IV en el número de pasos, pero no en la cantidad de empresas eliminadas. En este sentido, debido al cálculo de las variables financieras de rentabilidad, liquidez y tangibilidad de los activos, el número de empresas con datos no disponibles —de las partidas del balance y de la cuenta de resultados— fue mayor.

Referente a la descripción de las empresas de la muestra, la edad media sigue siendo de 22 años. En cuanto al tamaño, predomina la microempresa y la pequeña empresa. 444 empresas operan en el sector primario (6%), 2 461 lo hacen en el sector manufacturero (30%) y 5 252 realizan actividades en el sector servicios (64%). En cuanto a la generación familiar al frente del negocio, 6 419 empresas están dirigidas por la primera generación (79%), frente a las 1 738 empresas que están en manos de la segunda o sucesivas generaciones (21%).

Tabla V.1.

Proceso de selección de la muestra del segundo estudio

Proceso	Nº de empresas
Muestra aleatoria inicial de empresas familiares españolas (a)⁴⁶	9 456
Empresas con información incompleta, no familiares y dudosas (b)	740
Posibles parejas (c)	0
Empresarios individuales (d)	0
Valores atípicos o <i>outliers</i> (1%) ⁴⁷ (e)	559
Muestra final de empresas familiares (a–b–c–d–e)	8 157

Nota. Aunque la muestra aleatoria inicial de empresas españolas estaba formada tanto por empresas cotizadas como no cotizadas en Bolsa, todas las empresas familiares de la muestra final resultaron ser no cotizadas.

V.3.3. VARIABLES

Respecto a las variables empleadas en el estudio, tomamos como referencia la Tabla IV.8 del capítulo anterior, y completamos dicha información con la descripción de los nuevos constructos e indicadores que se derivan de los objetivos particulares de este trabajo (véase Tabla V.2).

V.3.3.1. Variable Dependiente

Este segundo análisis se centra nuevamente en el nivel de endeudamiento total de la empresa familiar (González et al., 2013; Lardon et al., 2017; Molly et al., 2019; López-Delgado & Diéguez-Soto, 2020), siendo la fórmula utilizada para su cálculo la que se muestra a continuación:

$$\text{Endeudamiento Total} = \frac{\text{Pasivo No Corriente} + \text{Pasivo Corriente}}{\text{Activo Total}}$$

⁴⁶ Se corresponde con la suma del número de empresas familiares que conforma la muestra final del Capítulo IV, más los valores atípicos o *outliers* (véase Tabla IV.2).

⁴⁷ Por ejemplo, Bacci et al. (2018), Diéguez-Soto & López-Delgado (2019), Gharsalli (2019) o Kao et al. (2019).

V.3.3.2. Variables Independientes

El órgano de administración es una herramienta esencial para establecer la estrategia y controlar la dirección de las empresas familiares (Lardon et al., 2017). Por tanto, conocer la representación y participación de la familia en esta estructura es fundamental para analizar el impacto de la riqueza socioemocional en las decisiones sobre el nivel endeudamiento. Para testar la *Hipótesis 1*, medimos la implicación familiar en el órgano de administración utilizando los tres indicadores descritos en el Capítulo IV (véase Tabla IV.8).

Considerando la etapa generacional otra fuente importante de heterogeneidad, tomamos la edad de la empresa como referencia para identificar la generación al frente del negocio y, por tanto, para probar la *Hipótesis 2* (véase Tabla V.2). Así, la variable generación familiar toma el valor 1 si la empresa tiene menos de 30 años —primera generación familiar— o el valor 2, si tiene más de 30 años —segunda o sucesivas generaciones familiares—. Apoyamos esta configuración en el criterio seguido previamente por autores como Fiss & Zajac (2004), Fernández & Nieto (2005) o Muñoz-Bullon et al. (2018).

V.3.3.3. Variables de Control

Además, completamos nuestro estudio con el análisis de los determinantes tradicionales de la estructura de capital; concretamente, la rentabilidad, liquidez, tangibilidad de los activos, edad y tamaño empresarial, así como el sector de actividad⁴⁸ (López-Gracia & Sánchez-Andújar, 2007; Gottardo & Moisello, 2014; Arrondo-García et al., 2016; Lardon et al., 2017; Bacci et al., 2018; Diéguez-Soto & López-Delgado, 2019; Molly et al., 2019).

⁴⁸ Investigaciones previas también han analizado otros elementos, como el impacto de los escudos fiscales, las oportunidades de crecimiento, el pago de dividendos o el riesgo del negocio. La no inclusión de dichas variables en nuestro estudio se justifica fundamentalmente por la naturaleza de los datos disponibles.

En cuanto a las variables financieras de la empresa, la rentabilidad se mide con las ratios de rentabilidad económica —beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones sobre el total de activo— y rentabilidad financiera —beneficio neto de la empresa sobre el total de fondos propios—. Los negocios más rentables pueden utilizar los beneficios retenidos para financiar sus inversiones, reduciendo la necesidad de endeudarse. Por su parte, la liquidez se mide por el cociente entre el activo corriente y el pasivo corriente, y se espera que se relacione inversamente con el nivel de endeudamiento, ya que la empresa no necesitará pedir préstamos si dispone de una cantidad de recursos adecuada. Finalmente, la tangibilidad de los activos se define como la relación entre los activos tangibles y los activos totales de la empresa. Debido a la mejor garantía que ofrecen a sus acreedores, las empresas con una mayor proporción de activos tangibles pueden presentar un mayor apalancamiento, reduciendo así los costes de agencia. Toda esta información se encuentra recogida en la Tabla V.2.

Tabla V.2.

Variables incorporadas al segundo estudio

Constructo	Indicador	Definición
Generación familiar	GF ₁	Toma el valor 1 cuando la empresa tiene menos de 30 años —por lo que consideramos que está en manos de la primera generación— y el valor 2 en caso contrario —segunda o sucesivas generaciones—
Rentabilidad económica	RE ₁	Resultado de explotación / Activo total
Rentabilidad financiera	RF ₁	Beneficio neto / Fondos propios
Liquidez	L ₁	Activo corriente / Pasivo corriente
Tangibilidad de los activos	TA ₁	Activo material / Activo total

Nota. Elaboración propia.

Asimismo, la edad y el tamaño de la empresa se miden con el logaritmo neperiano de la edad —calculada en días desde la creación de la empresa hasta la última fecha con cuentas accesibles al público— y de los activos totales de la empresa, respectivamente. Los negocios más antiguos

pueden necesitar menos deuda, ya que su crecimiento suele ser menor y generalmente han acumulado fondos internos suficientes con el paso del tiempo. En cuanto al tamaño, las empresas más grandes podrían requerir menos deuda, ya que suelen haber alcanzado cierta estabilidad.

Por último, incluimos una variable categórica para controlar los principales sectores industriales en los que las empresas desarrollan sus actividades, tomando como referencia la industria manufacturera (véase Tabla IV.8).

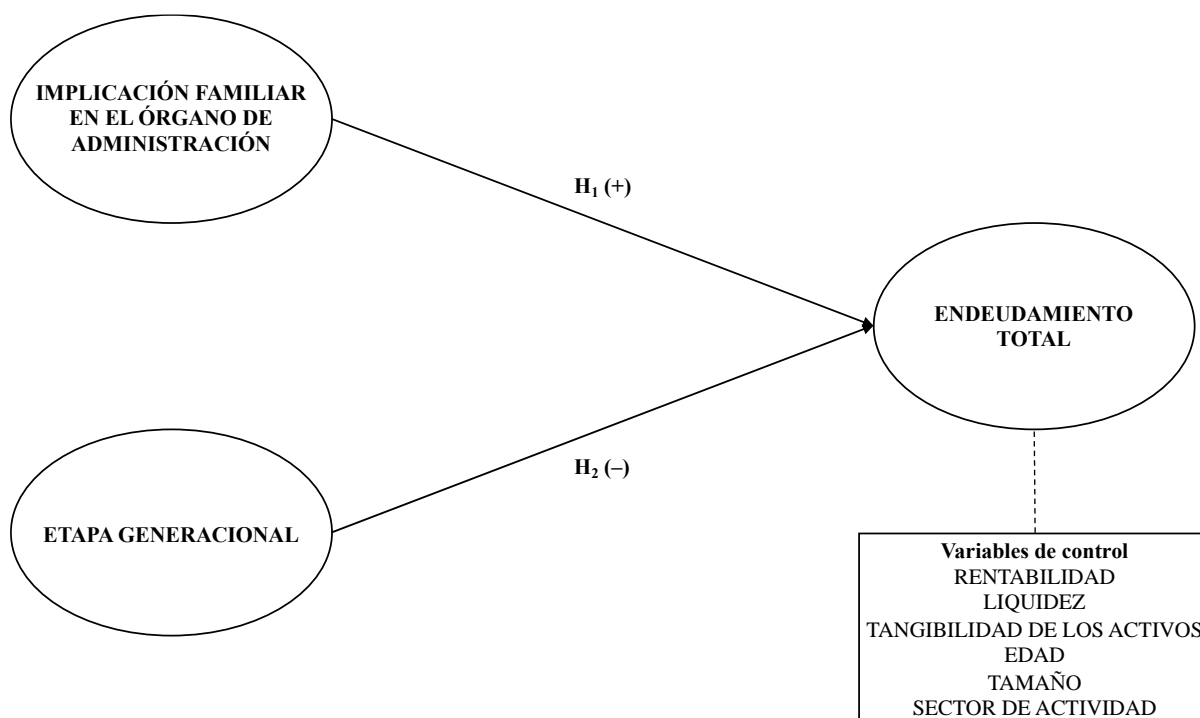
V.3.4. MÉTODO ESTADÍSTICO

En cuanto a la metodología empírica utilizada, se ha estimado un modelo de ecuaciones estructurales basado en la varianza: mínimos cuadrados parciales. Esta técnica ha sido explicada con detalle en el Capítulo IV.

En la Figura V.1, podemos observar el modelo teórico elaborado a partir de las hipótesis desarrolladas en el epígrafe anterior. De este modo, analizamos la relación de la implicación familiar en el órgano de administración y el endeudamiento de la empresa familiar, así como de la etapa generacional en la que se encuentra la empresa y el nivel de deuda —como fuentes de heterogeneidad—. Finalmente, examinamos también el efecto de otros determinantes tradicionales de la estructura de capital. En este sentido, junto con las variables edad, tamaño y sector de actividad, incluimos algunas variables financieras de la empresa, como rentabilidad, liquidez y tangibilidad de los activos.

Figura V.1.

Modelo teórico (II)



Nota. Elaboración propia.

V.4. RESULTADOS EMPÍRICOS

El software utilizado para analizar las hipótesis planteadas fue SmartPLS 3.3.3 (Ringle et al., 2015). La correcta evaluación de los resultados implica completar dos fases (Roldán & Sánchez-Franco, 2012; Sarstedt et al., 2017). En primer lugar, evaluamos el modelo de medida —implicación familiar en el órgano de administración—; y, en segundo lugar, examinamos el modelo estructural, es decir, la relación de cada una de las variables independientes y de control con el nivel de endeudamiento. La Tabla V.3 muestra los principales estadísticos descriptivos, así como las correlaciones de Pearson de los indicadores. Y el Anexo 3 recoge la valoración global de nuestro modelo.

Tabla V.3.

Estadísticos descriptivos y matriz de correlaciones de Pearson (II)

	Media	Desv. Típica	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
1. DT ₁	0,57	0,36	1,00											
2. OAF ₁	1,24	0,48	0,03**	1,00										
3. OAF ₂	1,51	0,50	0,08**	0,31**	1,00									
4. OAF ₃	0,95	0,17	0,01	-0,39**	-0,08**	1,00								
5. GF ₁	1,21	0,41	-0,15**	0,02	-0,09**	-0,03*	1,00							
6. RE ₁	0,04	0,08	-0,19**	-0,05**	-0,05**	0,02	-0,02*	1,00						
7. RF ₁	0,06	0,25	0,05**	-0,02*	-0,02*	0,02*	-0,08**	0,37**	1,00					
8. L ₁	3,40	6,25	-0,38**	0,01	-0,01	0,03*	0,06**	-0,01	-0,04**	1,00				
9. TA ₁	0,28	0,26	0,03*	0,00	0,01	0,03**	-0,06**	-0,06**	-0,02	-0,10**	1,00			
10. E ₁	8,83	0,64	-0,20**	-0,02	-0,10**	-0,02*	0,51**	-0,05**	-0,15**	0,08**	-0,04**	1,00		
11. T ₁	6,73	1,37	-0,25**	-0,12**	-0,18**	0,02	0,26**	0,10**	0,01	0,06**	0,01	0,36**	1,00	
12. SA ₁	1,70	0,46	0,00	-0,01	0,01	0,03*	-0,05**	-0,03**	0,01	-0,01	0,04**	-0,04**	-0,04**	1,00

Notas. * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$

Comenzamos con la evaluación del modelo de medida. La implicación familiar en el órgano de administración se configura como un constructo formativo⁴⁹, de manera que atendemos a dos aspectos diferentes. Por una parte, estudiamos la multicolinealidad entre los indicadores (Diamantopoulos & Siguaw, 2006). En este sentido, al situarse todos los valores del FIV por debajo de 3,3 (véase Tabla V.4), podemos afirmar que no existe ningún problema de multicolinealidad entre ellos. Y, por otra parte, analizamos la relevancia y la importancia de las ponderaciones mediante un proceso de *bootstrapping* de dos colas con 10 000 submuestras. Aunque solo un indicador resultó ser significativo (véase Tabla V.4), al no existir problemas de multicolinealidad, no se suprimió ninguno de ellos.

Tabla V.4.

Evaluación del modelo de medida

Indicador	Peso	Desv. Típica	t-Test	2,5%	97,5%	FIV
OAF ₁	0,182	0,163	1,116	-0,149	0,493	1,295
OAF ₂	0,937***	0,072	12,989	0,750	1,028	1,108
OAF ₃	0,213	0,145	1,470	-0,083	0,483	1,178

Notas. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$

Llegados a este punto, pasamos a la segunda fase del análisis o evaluación del modelo estructural. Para ello, examinamos la multicolinealidad entre los constructos, los coeficientes *path* o de camino y su nivel de significación, así como los valores de R^2 y f^2 .

Dado que el valor del FIV es inferior a 5, el modelo estructural no muestra evidencia de multicolinealidad (Hair et al., 2017). Por tanto, ejecutamos un proceso de *bootstrapping* de una cola con 10 000 submuestras, y analizamos los coeficientes *path* o de camino de las relaciones del modelo discutidas anteriormente (véase Tabla V.5). Podemos afirmar que existe una

⁴⁹ La dirección de la causalidad es desde los indicadores hasta el constructo, es decir, se entiende que los indicadores son la causa de la variable latente.

relación directa estadísticamente significativa entre la implicación familiar en el órgano de administración y el nivel de endeudamiento (*Hipótesis 1*), así como una relación inversa estadísticamente significativa entre la etapa generacional de la empresa y el nivel de deuda (*Hipótesis 2*). Por tanto, encontramos evidencia empírica suficiente para apoyar las dos hipótesis relativas a la heterogeneidad de la empresa familiar.

En cuanto a los determinantes tradicionales de la estructura de capital, nuestro modelo soporta que la rentabilidad económica, liquidez, tangibilidad de los activos, edad y tamaño se relacionan inversamente con el nivel de endeudamiento. Por el contrario, encontramos una relación directa entre la rentabilidad financiera y el nivel de deuda mantenido por la empresa familiar⁵⁰. En general, los resultados sostienen que cuanto más rentable, líquida, antigua y grande sea la empresa familiar, menos dependiente será de la financiación mediante deuda, pudiendo optar por otros recursos financieros, como los fondos internos acumulados.

Además, en contra de lo comúnmente esperado, los resultados muestran una relación inversa entre la tangibilidad de los activos y el nivel de endeudamiento, probablemente debido a las menores asimetrías de información que soportan las empresas con un mayor volumen de activos tangibles. Esto las convierte en una inversión muy atractiva para posibles nuevos socios, facilitando, por tanto, las ampliaciones de capital cuando los negocios tienen que optar por la financiación externa (M. Z. Frank & Goyal, 2009). Por último, el sector de actividad en el que opera la empresa también influye en su nivel de endeudamiento. Toda esta información está recogida en la Tabla V.5.

⁵⁰ Estudios anteriores argumentan que la rentabilidad económica se ajusta mejor que la rentabilidad financiera cuando se trata de estudiar la relación entre la rentabilidad y la deuda, es decir, en cierto modo, los resultados estarán condicionados por la medida de rentabilidad utilizada (Vieira, 2017).

Si analizamos el tamaño de los efectos o f^2 de estas variables⁵¹, los tres determinantes que contribuyen con mayor fuerza a explicar el nivel de endeudamiento de la empresa familiar son la liquidez —efecto moderado—, la rentabilidad económica y el tamaño —efecto pequeño—. En términos de R^2 , el modelo explica alrededor del 25% de la variable dependiente, es decir, del nivel de endeudamiento.

Tabla V.5.

Evaluación del modelo estructural (II)

	Camino	Desv. Típica	t-Test	5%	95%	f^2	FIV	Apoyo
Hipótesis 1	0,029***	0,010	2,879	0,014	0,048	0,001	1,039	Sí
Hipótesis 2	-0,036***	0,011	3,348	-0,054	-0,019	0,001	1,365	Sí
<i>Variable de control</i>								
ROA	-0,217***	0,017	13,062	-0,244	-0,189	0,053	1,175	
ROE	0,107***	0,014	7,692	0,084	0,130	0,013	1,182	
Liquidez	-0,357***	0,009	41,519	-0,371	-0,343	0,165	1,018	
Tangibilidad de los activos	-0,020**	0,011	1,932	-0,038	-0,003	0,001	1,019	
Edad	-0,088***	0,012	7,203	-0,108	-0,068	0,007	1,494	
Tamaño	-0,162***	0,012	13,216	-0,181	-0,141	0,028	1,214	
Sector de actividad	-0,022**	0,010	2,280	-0,038	-0,006	0,001	1,006	

Notas. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$

$R^2 = 0,245$

R^2 ajustado = 0,244

$N = 8\ 157$

V.4.1. PRUEBAS DE ROBUSTEZ

Se realizaron dos análisis adicionales para comprobar la solidez de los resultados, utilizando para ello diferentes medidas de algunas de las variables. En primer lugar, empleamos una definición alternativa de la generación familiar, de manera que la variable toma el valor 1 cuando la empresa tiene menos de 25 años —por lo que consideramos que está en manos de la primera generación— y el valor 2 en caso contrario —segunda o sucesivas generaciones—

⁵¹ Según Cohen (1988): $0,02 < f^2 < 0,15$ (efecto pequeño); $0,15 < f^2 < 0,35$ (efecto moderado); $f^2 > 0,35$ (efecto grande).

(Gersick et al., 1997; Arrondo-García et al., 2016). Los resultados confirman de nuevo la *Hipótesis 2*, es decir, la etapa generacional en la que se encuentra la empresa familiar tiene un impacto negativo en el nivel de endeudamiento (véase Tabla V.6).

Tabla V.6.

Evaluación del modelo estructural: una medida alternativa de la generación familiar

	Camino	Desv. Típica	t-Test	5%	95%	f ²	Apoyo
Hipótesis 1	0,030***	0,010	3,011	0,016	0,048	0,001	Sí
Hipótesis 2	-0,067***	0,012	5,541	-0,087	-0,047	0,004	Sí
<i>Variable de control</i>							
ROA	-0,218***	0,017	13,103	-0,244	-0,190	0,053	
ROE	0,107***	0,014	7,636	0,084	0,130	0,013	
Liquidez	-0,356***	0,009	41,190	-0,370	-0,341	0,165	
Tangibilidad de los activos	-0,021**	0,011	2,012	-0,039	-0,004	0,001	
Edad	-0,064***	0,013	4,830	-0,086	-0,043	0,003	
Tamaño	-0,160***	0,012	13,390	-0,179	-0,140	0,028	
Sector de actividad	-0,022***	0,009	2,337	-0,038	-0,007	0,001	

Notas. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$

$R^2 = 0,247$

R^2 ajustado = 0,246

$N = 8\ 157$

En segundo lugar, con el objetivo de considerar la estructura de madurez o vencimiento de la deuda de más y de menos de un año (Crocí et al., 2011; Segura & Formigoni, 2014; Molly et al., 2019), descompusimos la variable dependiente en deuda a largo y corto plazo. Esta información está recogida en las Tablas V.7 y V.8, respectivamente. Mientras que ambas hipótesis se sostienen para la deuda a largo plazo, solo la segunda hipótesis lo hace para la deuda a corto plazo. Es decir, la etapa generacional de la empresa incide indistintamente en el nivel de endeudamiento a largo y corto plazo, pero la participación de la familia en el órgano de administración solo influye en el endeudamiento a largo plazo. Esto podría deberse al diferente funcionamiento de la deuda a corto plazo. Las condiciones y los términos de estos contratos deben renegociarse con más frecuencia, lo que permite a los acreedores controlar y supervisar más a menudo la empresa, reduciendo así el control familiar (Mishra &

McConaughy, 1999). Además, las decisiones sobre la financiación a corto plazo — relacionadas con el funcionamiento diario del negocio— suelen ser tomadas por los directores financieros o de operaciones de la empresa en lugar de por el órgano de administración.

En cuanto al resto de variables, si consideramos la deuda a corto plazo, obtuvimos los mismos resultados que para el endeudamiento total. Sin embargo, para la deuda a largo plazo, el tamaño resultó ser no significativo, en línea con el estudio de Lardon et al. (2017). Además, la evidencia empírica apoyó en este caso una relación directa entre la tangibilidad de los activos y el nivel de endeudamiento a largo plazo, de acuerdo con las mejores garantías ofrecidas por las empresas con un mayor volumen de activos tangibles.

Tabla V.7.

Evaluación del modelo estructural: nivel de endeudamiento a largo plazo

	Camino	Desv. Típica	t-Test	5%	95%	f^2	Apoyo
Hipótesis 1	0,037***	0,010	3,533	0,023	0,057	0,001	Sí
Hipótesis 2	-0,019*	0,012	1,618	-0,038	0,000	0,000	Sí
<i>Variable de control</i>							
ROA	-0,064***	0,013	4,951	-0,085	-0,043	0,004	
ROE	0,027*	0,018	1,536	-0,002	0,057	0,001	
Liquidez	-0,049***	0,011	4,558	-0,067	-0,031	0,003	
Tangibilidad de los activos	0,303***	0,012	24,952	0,283	0,323	0,101	
Edad	-0,051***	0,015	3,450	-0,076	-0,027	0,002	
Tamaño	0,005	0,012	0,397	-0,014	0,024	0,000	
Sector de actividad	-0,044***	0,011	4,149	-0,062	-0,027	0,002	

Notas. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$

$R^2 = 0,111$

R^2 ajustado = 0,110

$N = 8\ 087$

Tabla V.8.

Evaluación del modelo estructural: nivel de endeudamiento a corto plazo

	Camino	Desv. Típica	t-Test	5%	95%	f ²	Apoyo
Hipótesis 1	0,010	0,010	0,961	-0,004	0,030	0,000	No
Hipótesis 2	-0,034***	0,010	3,317	-0,050	-0,017	0,001	Sí
<i>Variable de control</i>							
ROA	-0,163***	0,017	9,756	-0,191	-0,136	0,031	
ROE	0,085***	0,016	5,331	0,059	0,111	0,008	
Liquidez	-0,397***	0,007	54,504	-0,409	-0,385	0,214	
Tangibilidad de los activos	-0,231***	0,010	22,562	-0,248	-0,214	0,072	
Edad	-0,062***	0,012	5,023	-0,083	-0,042	0,004	
Tamaño	-0,166***	0,012	14,304	-0,184	-0,146	0,031	
Sector de actividad	0,008	0,009	0,881	-0,007	0,023	0,000	

Notas. *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$

$R^2 = 0,278$

R^2 ajustado = 0,277

$N = 8\ 155$

V.5. DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS

Aunque un creciente número de académicos ha analizado las decisiones financieras de la empresa familiar, mejorando con sus trabajos la comprensión de este campo de estudio, los resultados aún no son concluyentes. En este sentido, se necesitan explorar nuevas variables y perspectivas para avanzar en el conocimiento, lo que lleva a los investigadores a reevaluar la validez de sus resultados, utilizando diferentes muestras, enfoques o contextos. Así, la principal aportación de este segundo estudio es enriquecer con nuestros hallazgos el debate abierto sobre la heterogeneidad de la empresa familiar, especialmente en los temas más emergentes.

En primer lugar, resaltamos la contribución que la perspectiva de la riqueza socioemocional hace al resto de teorías tradicionales cuando se analizan las decisiones financieras de la empresa familiar, permitiendo considerar objetivos económicos y no económicos. Así, en lugar de centrarnos en diferenciar la empresa familiar de la empresa no familiar —como han hecho tradicionalmente muchos estudios—, consideramos la heterogeneidad existente dentro del

grupo de las empresas familiares. En esta investigación, asumimos que dicha heterogeneidad proviene principalmente de dos fuentes: la implicación de la familia en el órgano de administración y la generación familiar al frente de la empresa.

En segundo lugar, estudios anteriores han tratado la participación de la familia en el órgano de administración como una variable moderadora de la relación positiva entre la propiedad familiar y el nivel de endeudamiento (González et al., 2013); o de la relación negativa entre la presencia de un director ejecutivo externo y el apalancamiento de la empresa familiar (Lardon et al., 2017). Por otro lado, también ha sido soportado el papel mediador del órgano de administración sobre la relación indirecta de los objetivos centrados en la familia y el nivel de endeudamiento (Molly et al., 2019). En esta línea, nuestro estudio confirma la existencia de una relación directa entre la implicación familiar en el órgano de administración y el nivel de endeudamiento de la empresa familiar (*Hipótesis 1*). Según los trabajos que abordan los objetivos centrados en la familia y la preservación de la riqueza socioemocional, conservar el control familiar es una característica clave de este grupo de empresas. Por tanto, cuanto mayor sea la presencia de la familia en el órgano de administración, mayor será su influencia en las decisiones financieras. Los administradores familiares optarán por un mayor endeudamiento en lugar de incorporar nuevos accionistas externos a la empresa, quienes acabarían diluyendo la propiedad familiar. Además, la implicación de la familia en el negocio y, por tanto, la presencia de sus valores y objetivos en la organización, genera confianza en los prestamistas, por lo que las empresas familiares tendrán mejor acceso a la deuda. En definitiva, las singularidades y fortalezas de la empresa familiar provienen, en parte, de los valores familiares presentes en el gobierno corporativo (Kahveci & Wolfs, 2019).

En tercer lugar, en línea con Molly et al. (2010, 2012), encontramos una relación inversa entre la etapa generacional de la empresa familiar y el nivel de endeudamiento (*Hipótesis 2*). La

segunda o sucesivas generaciones optarán por menores niveles de deuda debido a su mínima disposición a asumir riesgos, así como al debilitamiento de los lazos familiares, teniendo menos peso los objetivos centrados en la familia sobre las decisiones empresariales. Esta contribución es relevante porque los estudios sobre la influencia de la etapa generacional sobre el nivel de endeudamiento de la empresa familiar son escasos.

CUARTA PARTE: CONCLUSIONES

CAPÍTULO VI.

Conclusiones

VI.1. CONCLUSIONES DE LA INVESTIGACIÓN

La estructura de capital de la empresa familiar es una cuestión primordial en la investigación sobre las finanzas corporativas. Sin embargo, estudios anteriores aún no han logrado aclarar los incentivos que motivan a este grupo de empresas a tomar sus decisiones financieras, arrojando además diferentes resultados en lo que al uso de la deuda se refiere (Diéguez-Soto & López-Delgado, 2019). Esta controversia, que podría estar justificada por la disparidad de motivaciones que se atribuyen a la empresa familiar, así como por la falta de acuerdo sobre los criterios utilizados para definirla, nos impulsa a seguir profundizando en su estudio.

En vista de la teoría de la riqueza socioemocional, la naturaleza familiar de la empresa, en sí misma, repercute también en las decisiones relativas al modo de financiarse. Así, la heterogénea participación de la familia en cada empresa podría inclinar la balanza hacia la alternativa que conlleve un mayor riesgo empresarial, a fin de mantener el control del negocio en manos de los miembros familiares —prefiriendo la deuda como fuente de financiación para evitar la entrada de accionistas externos que diluya la propiedad—; o hacia la opción que suponga un riesgo menor —rechazando en este caso un aumento del nivel de deuda—.

A fin de arrojar luz sobre esta cuestión de investigación y, a partir de los resultados obtenidos en los dos estudios empíricos que conforman la presente tesis doctoral, enumeramos a continuación las principales conclusiones que de ellos se extraen acerca del nivel de

endeudamiento de la empresa familiar, en consonancia con los objetivos marcados en el Capítulo I.

- I) Las empresas familiares con un fuerte vínculo familia-empresa muestran una actitud positiva hacia la deuda sobre la base de la teoría de la riqueza socioemocional, a fin de mantener el control familiar del negocio y de preservar la supervivencia de la empresa.**

La cuestión de la heterogeneidad de la empresa familiar ha irrumpido con fuerza en este campo de investigación en los últimos años, generando un debate abierto sobre los hallazgos encontrados hasta el momento. Inequívocamente, la configuración particular de cada empresa dentro de este grupo —por ejemplo, según el número de miembros familiares implicados en la estructura de dirección y gobierno del negocio, o el número de generaciones que conviven al frente de la empresa— repercute en su funcionamiento y organización, dando lugar a decisiones heterogéneas entre ellas. Por tanto, más allá de si la empresa familiar está más o menos endeudada que la empresa no familiar, nos preguntamos si todas las empresas familiares —por su propio carácter familiar— presentan la misma actitud hacia las decisiones sobre el nivel de endeudamiento.

A partir de los resultados obtenidos en nuestro primer estudio, concluimos que el mayor grado de implicación familiar en el negocio conduce a un mayor nivel de endeudamiento, dado el deseo de la familia de preservar la riqueza socioemocional. En concreto, las empresas que cuentan con una mayor participación de los miembros familiares en sus principales estructuras —propiedad, dirección y órgano de administración— mostrarán mayores niveles de endeudamiento que aquellas empresas familiares en las cuales la presencia de la familia no sea tan predominante. En general, los miembros familiares impondrán sus propios principios y valores en el negocio y,

dada la limitación de los recursos generados internamente, recurrirán al endeudamiento en lugar de a las ampliaciones de capital como fuente de financiación externa cuando ésta sea requerida. Esto les permite una mayor conservación del control familiar, manteniendo la empresa en manos de la familia a fin de garantizar el legado de las futuras generaciones.

Desde el punto de vista de la oferta de deuda, las características intrínsecas de la empresa familiar también podrían favorecer la confianza de los prestamistas, ya que la confluencia de la propiedad y el control que se da en una organización de este tipo reduce tanto las asimetrías de información como los conflictos de intereses entre sus miembros. Esta reducción será más notable en las empresas con un mayor grado de implicación familiar, de manera que los acreedores facilitarían el acceso a la deuda y mejorarían las condiciones de la misma.

II) La implicación familiar en la propiedad conduce a un mayor nivel de endeudamiento.

La propiedad de la empresa en manos de la familia ha sido el criterio más utilizado para definir y clasificar la empresa familiar. Sobre los accionistas recae la responsabilidad de tomar, en última instancia, las principales decisiones estratégicas del negocio, entre las cuales se encuentra la relativa al modo de financiarse.

Nuestros resultados avalan la existencia de una relación directa con la deuda, de manera que el mayor grado de implicación familiar en la estructura accionarial conduce a un nivel de endeudamiento superior. A fin de conservar el control familiar y salvaguardar la empresa como legado de futuras generaciones, la mayor presencia de la familia en dicha estructura impregnará con su esencia —principios, valores— las decisiones sobre financiación.

III) No existe evidencia empírica suficiente para concluir que la implicación de la familia en la dirección empresarial modifica la estructura de capital en las empresas familiares de nuestra muestra.

Otro criterio comúnmente utilizado en la disparidad de definiciones encontradas de la empresa familiar ha sido la dirección empresarial, encabezada por el director ejecutivo o CEO. Nuestro estudio no ofrece evidencia empírica suficiente para respaldar la relación directa entre la participación de la familia en las posiciones directivas y el nivel de endeudamiento de la empresa familiar. Este resultado podría justificarse por el hecho de que su principal tarea se relaciona con la implantación de las estrategias definidas por el órgano de administración.

En cualquier caso, la toma de decisiones y la asignación de recursos en el día a día de las operaciones de la empresa sí recaen sobre el CEO. Por tanto, el papel del director ejecutivo familiar es muy valioso para el negocio. Debido a su posición en la estructura organizativa de la empresa y a su función de líder, se encarga de asesorar y motivar a los empleados que tiene a su cargo. Así, se convierte en un transmisor importante de la filosofía del negocio, marcada por la presencia de los valores familiares.

IV) La implicación familiar en el órgano de administración conduce a un mayor uso de la deuda como fuente de financiación externa.

Contrario a lo anterior, marcar la orientación estratégica a largo plazo de la empresa es una de las funciones principales que ha sido definida para el órgano de administración. En este sentido, la presencia de los miembros familiares en dicha estructura lleva consigo la convivencia de objetivos familiares y empresariales. Inevitablemente, esto repercutirá en las principales decisiones estratégicas del negocio, como lo es la relativa al nivel de endeudamiento. Si la familia ostenta la mayor parte de los puestos que

integran el órgano, los valores y principios familiares estarán presentes en él en mayor medida, velando por el bienestar familiar y por la preservación de la riqueza socioemocional. En consecuencia, nuestros resultados confirman que las empresas con un mayor grado de implicación familiar en el órgano de administración exhibirán mayores niveles de endeudamiento. El miedo a perder el control de la empresa hace que la disyuntiva de endeudarse o ampliar capital se resuelva hacia un mayor nivel de deuda, protegiendo así su riqueza socioemocional.

V) Las empresas familiares exhiben una estructura de capital diferente según la generación al frente del negocio, siendo menor el nivel de endeudamiento en las empresas familiares de segunda o sucesivas generaciones.

Además de los sistemas de dirección y gobierno, la generación familiar al frente del negocio se erige en otro de sus factores diferenciales. A medida que la empresa crece, se consolida y se incorporan miembros familiares pertenecientes a generaciones posteriores a la fundadora, surgen nuevas necesidades que conllevan cambios en su composición y en sus principales objetivos. Por tanto, tan importante es tener en cuenta la implicación de la familia en el negocio como la generación o generaciones familiares que se encuentran a su cargo para captar la heterogeneidad existente dentro de este grupo de empresas.

En este sentido, nuestros resultados soportan que la elección de la deuda como fuente de financiación externa será menor en las empresas familiares de segunda o sucesivas generaciones frente a las empresas en manos de la primera generación. Indudablemente, el sentimiento de arraigo del fundador o fundadores en el negocio es muy fuerte, por lo que la alternativa de endeudarse será más atractiva en caso de no disponer de financiación interna suficiente. Así, garantizan la conservación del control familiar y,

por tanto, la protección de la riqueza socioemocional. En cambio, dada la mayor dispersión de la propiedad en las empresas familiares de segunda o sucesivas generaciones, el deseo de los miembros de la familia de preservar la riqueza socioemocional disminuye. De este modo, estarán más dispuestos a permitir la entrada de accionistas externos en caso de requerirse financiación adicional, aumentando así los recursos propios de la empresa a costa del endeudamiento. Adicionalmente, las empresas familiares se vuelven más adversas al riesgo tras el proceso de sucesión y no se muestran tan preocupadas por el crecimiento del negocio como por la conservación de su patrimonio, lo que reducirá igualmente el uso de la deuda. En definitiva, la riqueza socioemocional va perdiendo terreno en aras de la riqueza financiera a medida que nuevas generaciones se implican en la empresa.

VI) Respecto al vencimiento de la deuda, la etapa generacional de la empresa familiar incide tanto en el nivel de endeudamiento a largo como a corto plazo, pero la participación de la familia en el órgano de administración solo influye en el endeudamiento a largo plazo.

Desde el punto de vista de la madurez de la deuda, los administradores son responsables de las decisiones del endeudamiento a largo plazo, no siendo así para el corto plazo. Es decir, los resultados de nuestro segundo estudio soportan la relación directa entre la participación de la familia en el órgano de administración y el nivel de deuda a largo plazo, pero no apoyan esa misma relación en el caso del endeudamiento a corto plazo. Esto podría deberse al diferente funcionamiento de la deuda a corto plazo, ya que las condiciones y los términos de estos contratos deben renegociarse con más frecuencia. Además, las decisiones sobre la financiación a corto plazo, que surgen a consecuencia

del funcionamiento diario de la empresa, suelen ser tomadas por los directores financieros o de operaciones, y no por el órgano de administración.

Por otro lado, no encontramos diferencias en el papel que la generación familiar al frente del negocio tiene sobre el nivel de endeudamiento de la empresa a largo y corto plazo, soportándose en ambos casos una relación inversa entre las variables.

A modo de resumen, la Tabla VI.1 recoge los principales objetivos, hipótesis y conclusiones que han sido establecidos en esta tesis doctoral. En definitiva, hemos tratado de dar un paso más en el estudio de la empresa familiar, buscando la lógica de su comportamiento financiero. Sin duda, existen diferentes características intrínsecas derivadas de la interacción de la familia propietaria y la empresa —visión compartida, valores familiares, etcétera— que justifican los diversos resultados obtenidos a lo largo del tiempo, debido a la repercusión que tienen en sus decisiones sobre la estructura de capital.

Tabla VI.1.

Objetivos, hipótesis y conclusiones

Objetivo específico	Hipótesis	Conclusión
I) Analizar el impacto que la participación de la familia en la empresa, entendida como un constructo multidimensional, tiene sobre el nivel de endeudamiento; así como desarrollar dicha medida multidimensional de implicación familiar	La implicación familiar en la empresa, medida como el efecto conjunto de la participación de la familia en propiedad, dirección y órgano de administración, está relacionada con el endeudamiento de la empresa familiar	Las empresas familiares con un fuerte vínculo familia-empresa muestran una actitud positiva hacia la deuda sobre la base de la teoría de la riqueza socioemocional, a fin de mantener el control familiar del negocio y de preservar la supervivencia de la empresa
II) Examinar el efecto individual que la participación de la familia en la propiedad causa sobre el nivel de endeudamiento	La participación de la familia en la propiedad empresarial influye en el endeudamiento de la empresa familiar	La implicación familiar en la propiedad conduce a un mayor nivel de endeudamiento
III) Explorar la influencia individual que la participación de la familia en la dirección empresarial produce sobre el nivel de endeudamiento	La participación de la familia en la dirección empresarial influye en el endeudamiento de la empresa familiar	No existe evidencia empírica suficiente para concluir que la implicación de la familia en la dirección empresarial modifica la estructura de capital en las empresas familiares de nuestra muestra
IV) Determinar el efecto individual que la participación de la familia en el órgano de administración provoca sobre el nivel de endeudamiento	La implicación familiar en el órgano de administración influye directamente en el nivel de endeudamiento de la empresa familiar	La implicación familiar en el órgano de administración conduce a un mayor uso de la deuda como fuente de financiación externa
V) Identificar el impacto que la etapa generacional de la empresa familiar tiene sobre el nivel de endeudamiento	La etapa generacional en la que se encuentra la empresa familiar influye inversamente en el nivel de endeudamiento	Las empresas familiares exhiben una estructura de capital diferente según la generación al frente del negocio, siendo menor el nivel de endeudamiento en las empresas familiares de segunda o sucesivas generaciones
VI) Examinar si el efecto que ejercen la participación de la familia en el órgano de administración y la generación familiar al frente del negocio sobre el nivel de endeudamiento difiere dependiendo de la estructura de vencimiento de la deuda	Nivel de endeudamiento a largo plazo y nivel de endeudamiento a corto plazo	Respecto al vencimiento de la deuda, la etapa generacional de la empresa familiar incide tanto en el nivel de endeudamiento a largo como a corto plazo, pero la participación de la familia en el órgano de administración solo influye en el endeudamiento a largo plazo

Nota. Elaboración propia.

Para terminar, completamos este epígrafe con una serie de conclusiones que se derivan del análisis de los determinantes de la estructura de capital tradicionalmente estudiados. En concreto, detallamos qué relación guardan la rentabilidad, liquidez, tangibilidad de los activos, edad y tamaño empresarial con el nivel de endeudamiento de las empresas familiares de la muestra.

En primer lugar, encontramos evidencia empírica suficiente para concluir que las empresas familiares con mayor nivel de rentabilidad podrían optar, en menor medida, por el incremento de su ratio de endeudamiento como fuente de financiación externa. En este sentido, la cantidad de recursos generados internamente parece ser suficiente para financiar su crecimiento.

Otra cuestión estrechamente relacionada con el nivel de endeudamiento de la empresa es la liquidez de sus activos. De esta manera, las empresas familiares con mayor capacidad de afrontar los pagos con sus recursos disponibles tendrían menos necesidad de recurrir a la deuda.

En tercer lugar, nuestros resultados concluyen que las empresas familiares con un mayor volumen de activos tangibles estarían menos dispuestas a recurrir al endeudamiento como fuente de financiación externa. Las menores asimetrías de información que se dan en las empresas a causa de la mayor tangibilidad de sus activos hace de las ampliaciones de capital una alternativa muy atractiva para los inversores de capital propio. Además, dichos activos tangibles dotan a la empresa de un fondo de pasivo —según la función financiera del proceso de amortización contable—, de manera que ese dinero inmovilizado podría, a su vez, materializarse en activos de mayor liquidez o financiar parte del crecimiento, reduciendo igualmente la necesidad de endeudarse.

Por otra parte, la edad empresarial también ha sido considerada en numerosos estudios sobre la estructura de capital por condicionar su comportamiento. De este modo, se espera que la empresa actúe de manera diferente en función de la etapa del ciclo de vida en la que se

encuentre. Nuestros resultados apoyan que las empresas familiares de mayor edad tendrán una menor disposición a endeudarse que las empresas familiares más jóvenes. Por un lado, en las primeras etapas del ciclo de vida, la empresa se encuentra en continuo crecimiento y expansión, por lo que está abierta a todo tipo de inversiones y proyectos. Por su edad tan temprana, no ha sido capaz de generar suficientes recursos a nivel interno, lo cual propicia la necesidad de acudir a la financiación externa. Sin embargo, a medida que pasan los años, la empresa va alcanzando una mayor estabilidad en el mercado y, dado que ha tenido la posibilidad de acumular recursos internos suficientes para financiar su actividad por sí misma, disminuye la necesidad de acudir al mercado de deuda.

Por último, nuestro estudio apoya la menor necesidad que tienen las empresas familiares más grandes de recurrir al endeudamiento como fuente de financiación externa frente a las empresas familiares de menor tamaño. En cuanto a las empresas familiares más pequeñas, su afán de crecimiento y superación en el mercado les hace asumir el riesgo de endeudarse. A pesar de su pequeño tamaño, el respaldo de la familia les otorga una buena posición frente a las entidades de crédito, quienes consideran que el conflicto de intereses entre sus miembros será menor y, por tanto, facilitarán el acceso a la deuda. En cambio, cuando las empresas ya han alcanzado cierto tamaño y posición de superioridad en el mercado, su necesidad de financiación adicional será menor, puesto que cuentan con una cantidad suficiente de recursos generados internamente que les permitirá seguir financiando su desarrollo, el cual, probablemente, será menor que en sus inicios.

VI.2. IMPLICACIONES TEÓRICAS Y PRÁCTICAS DE LA INVESTIGACIÓN

Con base en la evidencia empírica anterior, las empresas familiares no son homogéneas entre sí, sino heterogéneas. De nuestros resultados se derivan algunas implicaciones teóricas y prácticas relevantes, que detallamos a continuación.

Desde una perspectiva teórica, nuestra investigación contribuye a una mejor comprensión de la complejidad y heterogeneidad de la empresa familiar. En particular, apoyamos empíricamente el hecho de que algunos patrones de endeudamiento que la literatura anterior ha considerado comunes a este grupo de empresas, en realidad son válidos solo para aquellas empresas familiares que cuenten con una combinación específica de participación de la familia en propiedad, dirección y órgano de administración; y situadas en una determinada etapa generacional. Además, dado que la comunidad científica ha aceptado que las empresas familiares son heterogéneas y que no todas ellas se comportan igual, podría ser interesante configurar una línea de investigación a fin de que los resultados sean comparables y significativos. En este sentido, es necesario el desarrollo de una medida empírica fiable y válida a disposición de los investigadores; y nuestro constructo multidimensional del concepto de implicación familiar podría constituir el punto de partida para otros estudios.

Desde un punto de vista práctico, nuestros resultados sugieren que el papel de los individuos familiares como accionistas y como miembros del órgano de administración influye en las decisiones sobre el nivel de endeudamiento. Por tanto, la participación y el control de estas funciones por parte de la familia es esencial para que cada empresa familiar desarrolle una estructura de capital óptima que le permita respaldar su crecimiento y evitar dificultades. Asimismo, la mejor comprensión del equilibrio entre los objetivos familiares y empresariales según la generación al frente del negocio contribuirá a un proceso de sucesión exitoso, teniendo en cuenta la diferente percepción del riesgo de los fundadores frente a los sucesores de la empresa.

Finalmente, la consideración de que las características intrínsecas de la empresa familiar dependen de varias dimensiones y no son iguales para todas ellas reducirá la opacidad que tradicionalmente se atribuye a este grupo de empresas. Sin duda, esto ayudará a mejorar la

relación con sus acreedores, clientes, empleados, proveedores, etcétera; e incluso con la administración pública y los sistemas financieros, que podrán considerar esta heterogeneidad a la hora de definir sus directrices, políticas o criterios.

VI.3. FORTALEZAS Y LIMITACIONES DE LA INVESTIGACIÓN

Nuestros principales puntos fuertes provienen tanto de la metodología empleada como de la muestra. Por un lado, se espera que la metodología PLS-SEM, novedosa en el ámbito de las finanzas, suponga un avance en el mundo de la investigación sobre la empresa familiar, ya que permite probar conexiones complejas, así como medir la heterogeneidad existente dentro de este grupo.

Por otro lado, la muestra comprende un gran número de empresas que han sido analizadas cuidadosamente, una a una, para determinar si existen lazos familiares entre sus miembros. Además, la información para construir nuestras variables se obtuvo de SABI —base de datos a disposición de los investigadores— en lugar de recurrir al cuestionario, el cual hubiera requerido contactar con algún miembro familiar que ostentara un cargo decisivo en la empresa. Este objetivo no suele alcanzarse, lo que hubiera reducido la calidad y precisión de la investigación. Adicionalmente, la tasa de respuesta del cuestionario suele ser baja, lo que también hubiera mermado drásticamente el tamaño de la muestra (Rojo-Ramírez et al., 2011).

Una última cuestión a tener en cuenta en lo que a la muestra se refiere. Aunque gran parte de la investigación previa se centra en empresas familiares que cotizan en Bolsa, el porcentaje que éstas representan en el panorama empresarial es muy reducido. En cambio, las empresas familiares no cotizadas predominan en la mayoría de las economías del mundo (Roffia et al., 2021). Por tanto, dado que las empresas familiares de nuestra muestra se encuadran dentro de

este segundo bloque, los resultados obtenidos son especialmente relevantes y próximos a la realidad empresarial.

Sin embargo, nuestro trabajo no está exento de limitaciones. En primer lugar, la ausencia de bases de datos específicas de este grupo de empresas es una de las principales carencias a la que nos hemos enfrentado en esta investigación. A pesar de ello, hemos sido capaces de construir nuestra propia base de datos, aunque asumimos cierta subjetividad implícita en ese proceso. En segundo lugar, dado que el estudio se centra únicamente en empresas familiares españolas, los resultados pueden no ser totalmente generalizables a empresas situadas en otras partes del mundo. No obstante, sí podrán ser aplicables a empresas familiares situadas en países que cuentan con un sistema financiero similar —orientado a la banca—, como Francia o Alemania.

Por último, nos hemos centrado únicamente en ciertas fuentes de heterogeneidad de la empresa familiar, que suponemos son las más importantes: la participación de la familia en el negocio y la generación familiar a cargo de la empresa. Asimismo, hemos aproximado la generación de la familia al frente del negocio con una *proxy* de la edad, la cual nos ha permitido solo diferenciar la empresa familiar de primera generación del resto de empresas familiares en manos de la segunda o sucesivas generaciones.

VI.4. FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

En cuanto a las futuras líneas de investigación, tenemos varias propuestas a partir de los resultados de esta tesis doctoral. En primer lugar, la investigación futura podría analizar si la heterogeneidad existente dentro del grupo de las empresas familiares —medida a través del concepto de implicación familiar conjunta en propiedad, dirección y órgano de administración— tiene un impacto significativo en otros indicadores, como la rentabilidad, el

crecimiento, el nivel de internacionalización o el gasto en investigación y desarrollo (I+D). Además, podrían realizarse estudios en diferentes países para obtener conclusiones más generalizables.

En segundo lugar, futuras investigaciones podrían considerar el diseño y envío de cuestionarios como método de recogida de información —a pesar de la dificultad e inconvenientes que conlleva—, a fin de medir directamente la riqueza socioemocional como fuente de heterogeneidad. Algunos estudios ya han abierto el camino para desmenuzar este concepto, considerando que no está implícito al mismo nivel en todas las empresas familiares ni en todos los miembros de la familia. Por tanto, creemos que son necesarias más investigaciones que contribuyan a este campo.

Finalmente, podría suponer un valor añadido aumentar la composición de la muestra. Por ejemplo, añadiendo empresas más antiguas, lo que permitiría un análisis más profundo de la generación familiar al frente de la empresa —detectando diferencias entre la segunda y las sucesivas generaciones—; o incluso identificando empresas multifamiliares —aquella empresa familiar poseída o dirigida por dos o más familias que no están relacionadas ni por sangre ni por matrimonio (Kudlats et al., 2019)—, cuyo comportamiento financiero podría ser diferente.

CHAPTER VI.

Conclusions

VI.1. CONCLUSIONS OF RESEARCH

Despite the fact that family firm's capital structure is an important issue in corporate finance research, previous studies have failed to clarify what are the real incentives that determine its behaviour and drive this group of businesses to make their financial decisions, also yielding contradictory results as far as the use of debt is concerned (Diéguez-Soto & López-Delgado, 2019). This controversy could be justified by the disparity of motivations and elements underlying family firms, as well as the lack of agreement on the criteria used to define them.

In view of SEW theory, the family nature of a firm, by itself, also has an impact on its decisions regarding the way it is financed. Thus, the heterogeneous involvement of the family in each family firm could shift the balance in favour of assuming greater business risk in exchange for maintaining family control – in that case, preferring debt financing to avoid the entry of external shareholders that would dilute ownership – or towards the alternative with greater risk, thereby rejecting an increase in the level of indebtedness.

In order to shed light on this research question, and based on the results obtained in the two empirical studies which are part of the PhD dissertation, we list below the main conclusions drawn from them on the level of indebtedness of the family firm, in line with the objectives set out in Chapter I.

I) Family firms with a strong family-business bond show a positive attitude towards debt on the basis of the SEW theory, in order to maintain family control and preserve the survival of the firm.

The question of the heterogeneity within this group of businesses has emerged strongly in this field of research in recent years, generating an open debate on the findings so far. Unequivocally, the particular configuration of each family firm – for instance, according to the number of family members involved in the management and governance structures, or the number of generations living together in charge of the firm – has an impact on its operation and organization, giving rise to heterogeneous decisions among them. Thus, beyond the question of whether family firms are more or less indebted than non-family firms, we ask ourselves whether all family firms – due to their family nature – have the same attitude towards decisions on debt.

Based on the results of our first study, we conclude that the higher degree of family involvement in the firm leads to a higher level of indebtedness, given the desire to preserve the SEW of these firms. Specifically, firms with a greater involvement of family members in their main structures – ownership, management and governance – will show higher levels of indebtedness than those family firms in which the presence of the family is not so dominant. In general, family members will impose their own principles and values on the firm and, given the limited internally generated funds, will rely on debt financing rather than external equity as a source of external financing. This allows them greater retention of family control, keeping the firm in the hands of the family group, in order to ensure the legacy for future generations.

From the supply side of debt financing, the intrinsic features of the family firm favour lender confidence, since the confluence of ownership and control reduces both information asymmetries and conflicts of interest among its members. This reduction will be greater in firms with a higher degree of family involvement, so that creditors facilitate access to debt and improve debt conditions.

II) Family involvement in ownership leads to higher levels of indebtedness.

Family ownership has been the most widely used criterion to define and classify a family firm. Shareholders are ultimately responsible for making the firm's main strategic decisions, including how to finance itself.

Our results support the existence of a positive relationship with debt, such that the higher the degree of family involvement in ownership structure, the higher the level of indebtedness. In order to preserve family control and to safeguard the firm as a legacy for future generations, the greater presence of the family in ownership will permeate with its essence – principles, values – debt-financing decisions of family firms.

III) There is not enough empirical evidence to conclude that family involvement in management modifies the capital structure of the family firms in our sample.

Another criterion commonly used in the disparity of definitions of the family firm has been management, headed by the chief executive officer or CEO. The results of our study do not provide sufficient empirical evidence to support the direct relationship between the family involvement in managerial positions and the level of indebtedness of the firm. This result could be justified by the fact that its main task is to implement the strategies defined by the governance body.

In any case, the decision-making and resource allocation in the firm's day-to-day operations fall to the CEO. Therefore, the role of the family CEO is very valuable to the business. Because of their position in the firm's organizational structure and their leadership role, they are responsible for both advising and motivating the employees in their care. Thus, they become a transmitter of the firm's philosophy, marked by the presence of family values.

IV) Family involvement in the board of directors leads to greater use of debt as a source of external financing.

Contrary to the above, defining the long-term strategic orientation of the firm is one of the main tasks that has been defined for the governance body. In this sense, the presence of family members in this structure leads to the coexistence of family and business objectives. Inevitably, this will have consequences for the firm's main strategic decisions, such as the level of indebtedness. If family members hold most of the seats on the board, family values and principles will be present in it, ensuring the family's well-being and the preservation of SEW. Therefore, our results confirm that firms with a higher degree of family involvement in the board of directors will exhibit higher levels of indebtedness. The fear of losing family control makes the choice of capital structure be settled in favour of a higher level of indebtedness, thus protecting their SEW.

V) Family firms exhibit different capital structures depending on the generation in charge of the business, with the level of indebtedness being lower in second- and subsequent generation family firms.

In addition to the management and governance structures, the family generation in charge of the business is another differentiating factor. As the firm grows, consolidates and incorporates new family members belonging to the second and subsequent

generations, new needs arise that lead to change in its composition and main objectives. Therefore, the family involvement in the firm is as important as the generation or generations in charge of it.

In this sense, our results support that the choice of debt as a source of external financing will be lower in the second and subsequent generations of family firms, and the preferred source of financing for first-generation family firms. Undoubtedly, the founder's feeling of belonging to the firm is stronger, so that the alternative of debt is the most attractive in case of not having sufficient internal financing. Thus, they ensure the preservation of family control and, therefore, the protection of SEW.

On the other hand, due to the fact that ownership dispersion is higher in second and subsequent generations, the desire of family members to keep SEW decreases. Consequently, they may be more willing to allow the entry of non-family members, thereby increasing equity at the expense of indebtedness. Furthermore, after succession, family firms become more risk averse and they are not as worried about the growth of the company as about wealth preservation, which reduces the need for external financing. In short, SEW is losing strength to financial wealth as subsequent generations get involved in the company.

VI) Regarding debt maturity structure, generational stage affects both long- and short-term indebtedness, but family involvement in the board of directors only influences long-term debt.

From the point of view of debt maturity, directors are responsible for the long-term debt financing decisions, but not for the short-term. In other words, the results of our second study support the direct relationship between family involvement in the board of directors and the level of long-term debt, but do not support the same relationship in

case of short-term indebtedness. This could be due to the different nature of short-term debt, as the contract terms must be renegotiated more frequently. In addition, these decisions about short-term financing, which are related to the daily operation of the company, are usually taken by financial or operations managers, rather than the board of directors.

On the other hand, we found no differences in the role that the family generation at the head of the business has on the level of long- and short-term indebtedness, with an inverse relationship between the variables in both cases.

Table VI.1 summarizes the main objectives, hypotheses and conclusions established in this PhD dissertation. In short, we have tried to go a step further in the study of the family firm, searching for the logic of its financial behaviour. Undoubtedly, there are different intrinsic features derived from the interaction of the family owner and the firm – shared vision, family values – that justify the diverse results over time, due to the impact that they have on their capital structure decisions.

Table VI.1.*Objectives, hypotheses and conclusions*

Specific objective	Hypothesis	Conclusion
I) Analysing the impact that family involvement in the firm, understood as a multidimensional construct, has on the level of indebtedness; as well as developing this multidimensional measure of family involvement	Family involvement, measured as the joint effect of family participation in ownership, management and governance, is related to indebtedness	Family firms with a strong family-business bond show a positive attitude towards debt on the basis of the SEW theory, in order to maintain family control and preserve the survival of the firm
II) Examining the individual effect that family involvement in ownership has on the level of indebtedness	Family involvement in ownership influences the level of indebtedness	Family involvement in ownership leads to higher levels of indebtedness
III) Exploring the individual influence that family involvement in management causes on the level of indebtedness	Family involvement in management influences the level of indebtedness	There is not enough empirical evidence to conclude that family involvement in management modifies the capital structure of the family firms in our sample
IV) Determining the individual effect that family involvement in the board of directors has on the level of indebtedness	Family involvement in the board of directors directly influences the level of indebtedness	Family involvement in the board of directors leads to greater use of debt as a source of external financing
V) Identifying the impact that generational stage of family firm causes on the level of indebtedness	Generational stage inversely influences the level of indebtedness	Family firms exhibit different capital structures depending on the generation in charge of the business, with the level of indebtedness being lower in second- and subsequent generation family firms
VI) Examining whether the effect that family involvement in the board of directors and generational stage have on the level of indebtedness differs depending on the debt maturity structure	Long- and short-term indebtedness	Regarding debt maturity structure, generational stage affects both long- and short-term indebtedness, but family involvement in the board of directors only influences long-term debt

Note. Own elaboration.

Lastly, we complete our study with a series of conclusions derived from the analysis of the traditionally studied determinants of capital structure. Specifically, we detail the relationship between profitability, liquidity, tangibility of assets, and age and business size with the level of indebtedness of the family firms in the sample.

Firstly, we find empirical evidence to conclude that family firms with a higher level of profitability could opt, to a lesser extent, for an increase in their debt ratio as a source of financing. In this sense, the amount of internally generated resources seems to be sufficient to finance their growth.

Another issue closely related to the firm's level of indebtedness is the liquidity of its assets. Thus, family firms with a greater capacity to meet payments with their available resources will not have the need to borrow.

Third, our results conclude that family firms with a greater volume of tangible assets will be less willing to rely on debt as a source of external financing. The lower information asymmetries of these companies due to the greater tangibility of their assets makes the increase in share capital a very attractive alternative for equity investors. Moreover, these tangible assets provide the firm with a liability fund – according to depreciation – so that the money endowed in the firm could, in turn, materialize in more liquid assets or finance part of the growth, thus also reducing the need for debt.

In addition, firm age has also been considered in numerous studies on capital structure as it conditions the firm's behaviour. Firms are thus expected to act differently depending on the specific stages of their life cycle. Our results support that older family firms will have a lower willingness to increase their level of debt than younger family firms. On the one hand, in the first stages of the life cycle, firms are growing and expanding continuously, so they are open to all kinds of investments and projects. Because of their early stage, they have not been able to generate sufficient resources internally, which means that they have to rely on external financing. However, in next stages, firms have achieved greater stability in the market and, given that they have been able to accumulate sufficient internal resources to finance their activity by themselves, the need to rely on the debt market will be lower.

Finally, our study supports the lower need that larger family firms have for debt as a source of external financing. Regarding smaller family firms, their effort to grow and stand out in the market makes them choose debt financing. Despite their small size, the presence and support of the family gives them a good position vis-à-vis credit institutions, which consider the conflict of interest among their members to be less and, therefore, will facilitate access to debt. Nevertheless, when firms have already reached a certain size and position of superiority in the market, their need for additional financing will be less, since they have a sufficient amount of internally generated resources that will allow them to continue financing their development, which will probably be less than in their early stages.

VI.2. THEORETICAL AND PRACTICAL IMPLICATIONS OF RESEARCH

Based on the above empirical evidence, family firms are not homogeneous among themselves, but heterogeneous. Our findings have some relevant theoretical and practical implications, which we detail below.

From a theoretical perspective, our research contributes to a better understanding of the complexity and heterogeneity of family firms. In particular, we empirically demonstrate that some indebtedness patterns which previous literature has described as common to all family businesses may actually be valid only for specific family firms with a particular combination of family involvement in ownership, management and governance structure; and placed in a certain generational stage. In addition, as the scientific community has accepted that not all family businesses behave equally and this can be observed through the tendency about the concept of heterogeneity, it could be interesting to shape a line of future research in order to make the results comparable and meaningful. In this sense, the development of a reliable and valid measure available for researchers is necessary; we think that our empirical measure of the concept of family involvement could be replicated for others.

From a practical point of view, our results suggest that the family's roles as shareholders and board members influence decisions on indebtedness. Therefore, the inspection and regulation of these issues is essential for each family firm to develop a capital structure that can support the firm's growth and thus help avoid pitfalls. Likewise, understanding the different balance between business and family objectives regarding the generation in charge of the family firm could contribute to a successful succession process, considering the different risk perception between the founders and the successors of the business.

Finally, the understanding that intrinsic features of family businesses depend on several dimensions and that they are not the same for all of them could reduce the opacity traditionally attributed to family firms. Undoubtedly, it helps to improve the relationship between a family firm and its creditors, clients, workers, suppliers, etc. Even public administration and financial systems could consider this heterogeneity when they define their norms, policies, or yardsticks.

VI.3. STRENGTHS AND LIMITATIONS OF RESEARCH

Our main strengths come from both the methodology and the sample. On the one hand, the PLS-SEM methodology, which is novel in the finance field, is expected to provide an advance in the research world of family business since it enables complex connections to be tested and allows us to measure heterogeneity.

On the other hand, the sample comprised a large number of companies that have been diligently analysed one by one to determine if there were, indeed, family ties among their members. In addition, the information to construct our variables was obtained from SABI, a database available to researchers, instead of a questionnaire which would have required contact with someone who should be an active family member in the firm and one holding a key position. This ideal is not often achieved, which reduces the quality and accuracy of the research.

Furthermore, the response rate to a questionnaire is usually poor, which would drastically reduce our sample size (Rojo-Ramírez et al., 2011).

A final issue to consider is the composition of our sample. Although most previous research focuses on listed family firms, the percentage that they represent in the business landscape is quite small. In contrast, unlisted family firms predominate in most of the world's economies (Roffia et al., 2021). Therefore, given that the family firms in our sample fall within this second group, the results obtained are particularly relevant and close to the business reality.

However, there are several limitations to our work. First, the absence of specific databases for this type of family companies is one of the shortcomings that we were forced to confront in conducting this research. In spite of this limitation, however, we have been able to build our own database, although we assume that there will be some implicit subjectivity in that process. Second, because the study focuses only on Spanish family companies, the results may not be fully generalizable to firms located around the world, although they could be applicable to family businesses placed in countries with a similar financial system, i.e., characterized by a bank-based economy such as France or Germany.

Finally, we only focused on two sources of heterogeneity among family firms – which we assume to be the most important – family involvement in the board of directors and generational stage. Likewise, we have estimated the generational stage in the business with a proxy for age, which has only allowed us to differentiate first-generation family firms from the rest of family firms in the hands of second and subsequent generations.

VI.4. FUTURE RESEARCH LINES

Regarding future lines of research, we have several proposals. First, future research should analyse whether and how the heterogeneity within the group of family firms measured through the concept of combined family involvement in ownership, management and governance structure has an impact on other indicators, such as profitability, growth, level of internationalization or R&D expense. In addition, studies should be conducted in different countries to obtain more generalizable conclusions.

Second, future research could also consider designing and sending questionnaires as a method of data collection – in spite of the difficulty and disadvantages involved – in order to measure SEW directly as a source of heterogeneity. Some studies have opened the path to break up the SEW concept, considering it is not implicit at the same level in all family businesses and in all family members; therefore, we believe more research contributing to this field is needed.

Finally, it could add value to increase the sample, adding older companies and allowing a more in-depth analysis of generational stage, trying to detect differences among second and subsequent generations, or even identifying multi-family businesses – a family firm owned and/or managed by two or more families that are related neither by blood nor marriage (Kudrats et al., 2019) – whose financial behaviour could be different.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acedo-Ramírez, M. A., Ayala-Calvo, J. C., & Navarrete-Martínez, E. (2017). Determinants of capital structure: family businesses versus non-family firms. *Finance a Uver - Czech Journal of Economics and Finance*, 67(2), 80–103.
- Ajzen, I. (1991). The theory of planned behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 50(2), 179–211. [https://doi.org/10.1016/0749-5978\(91\)90020-T](https://doi.org/10.1016/0749-5978(91)90020-T)
- Al-Ajmi, J., Abo Hussain, H., & Al-Saleh, N. (2009). Decisions on capital structure in a Zakat environment with prohibition of riba. The case of Saudi Arabia. *The Journal of Risk Finance*, 10(5), 460–476. <https://doi.org/10.1108/15265940911001376>
- Amore, M. D., Minichilli, A., & Corbetta, G. (2011). How do managerial successions shape corporate financial policies in family firms? *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1016–1027. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.05.002>
- Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A.-K., & Kaserer, C. (2013). Capital structure decisions in family firms: empirical evidence from a bank-based economy. *Review of Managerial Science*, 7(3), 247–275. <https://doi.org/10.1007/s11846-011-0077-2>
- Anderson, G., & Raissi, M. (2018). Corporate indebtedness and low productivity growth of Italian firms. In *IMF Working Papers* (18/33). <https://doi.org/10.5089/9781484343265.001>

- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263–285. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00067-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00067-9)
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership, corporate diversification, and firm leverage. *The Journal of Law and Economics*, 46(2), 653–684. <https://doi.org/10.1086/377115>
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2004). Board composition: balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(2), 209–237. <https://doi.org/10.2307/4131472>
- Andersson, F. W., Johansson, D., Karlsson, J., Lodefalk, M., & Poldahl, A. (2018). The characteristics of family firms: exploiting information on ownership, kinship, and governance using total population data. *Small Business Economics*, 51(3), 539–556. <https://doi.org/10.1007/s11187-017-9947-6>
- Arregle, J. L., Duran, P., Hitt, M. A., & Van Essen, M. (2017). Why is family firms' internationalization unique? A meta-analysis. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(5), 801–831. <https://doi.org/10.1111/etap.12246>
- Arregle, J. L., Hitt, M. A., Sirmon, D. G., & Very, P. (2007). The development of organizational social capital: attributes of family firms. *Journal of Management Studies*, 44(1), 73–95. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00665.x>
- Arrondo-García, R., Fernández-Méndez, C., & Menéndez-Requejo, S. (2016). The growth and performance of family businesses during the global financial crisis: the role of the generation in control. *Journal of Family Business Strategy*, 7(4), 227–237.

<https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2016.11.003>

Astrachan, J. H., Klein, S. B., & Smyrnios, K. X. (2002). The F-PEC scale of family influence: a proposal for solving the family business definition problem. *Family Business Review*, 15(1), 45–58. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2002.00045.x>

Astrachan, J. H., & Kolenko, T. A. (1994). A neglected factor explaining family business success: human resource practices. *Family Business Review*, 7(3), 251–262. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1994.00251.x>

Athanassiou, N., Crittenden, W. F., Kelly, L. M., & Marquez, P. (2002). Founder centrality effects on the Mexican family firm's top management group: firm culture, strategic vision and goals, and firm performance. *Journal of World Business*, 37(2), 139–150. [https://doi.org/10.1016/S1090-9516\(02\)00073-1](https://doi.org/10.1016/S1090-9516(02)00073-1)

Bacci, S., Cirillo, A., Mussolino, D., & Terzani, S. (2018). The influence of family ownership dispersion on debt level in privately held firms. *Small Business Economics*, 51(3), 557–576. <https://doi.org/10.1007/s11187-017-9930-2>

Baek, H. Y., Cho, D. D., & Fazio, P. L. (2016). Family ownership, control and corporate capital structure: an examination of small capitalization public firms. *Journal of Family Business Management*, 6(2), 169–185. <https://doi.org/10.1108/JFBM-02-2015-0006>

Baixaui-Soler, J. S., Belda-Ruiz, M., & Sánchez-Marín, G. (2021). Socioemotional wealth and financial decisions in private family SMEs. *Journal of Business Research*, 123(February), 657–668. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.10.022>

Bammens, Y., Voordeckers, W., & Van Gils, A. (2011). Boards of directors in family businesses: a literature review and research agenda. *International Journal of Management*

Reviews, 13(2), 134–152. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2010.00289.x>

Barnes, L. B., & Hershon, S. A. (1976). Transferring power in the family business. *Harvard Business Review*, July.

Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>

Barton, S. L., & Gordon, P. J. (1988). Corporate strategy and capital structure. *Strategic Management Journal*, 9(6), 623–632. <https://doi.org/10.1002/smj.4250090608>

Basco, R., Campopiano, G., Calabrò, A., & Kraus, S. (2019). They are not all the same! Investigating the effect of executive versus non-executive family board members on firm performance. *Journal of Small Business Management*, 57(sup2), 637–657. <https://doi.org/10.1111/jsbm.12535>

Becker, J. M., Klein, K., & Wetzels, M. (2012). Hierarchical latent variable models in PLS-SEM: guidelines for using reflective-formative type models. *Long Range Planning*, 45(5–6), 359–394. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2012.10.001>

Belda-Ruiz, M., Sánchez-Marín, G., & Baixauli-Soler, J. S. (2021). Influence of family-centered goals on dividend policy in family firms: a socioemotional wealth approach. *International Entrepreneurship and Management Journal*. <https://doi.org/10.1007/s11365-021-00741-x>

Benito-Hernández, S., Priede-Bergamini, T., & López-Cózar-Navarro, C. (2014). Factors determining exportation and internationalization in family businesses: the importance of debt. *South African Journal of Business Management*, 45(1), 13–25. <https://doi.org/10.4102/sajbm.v45i1.114>

- Benkraiem, R., Hamrouni, A., Miloudi, A., & Uyar, A. (2018). Access to finance for French firms: do boardroom attributes matter? *Economics Bulletin*, 38(3), 1267–1278.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22, 613–673. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00038-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00038-7)
- Berrone, P., Cruz, C., & Gómez-Mejía, L. R. (2012). Socioemotional wealth in family firms: theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research. *Family Business Review*, 25(3), 258–279. <https://doi.org/10.1177/0894486511435355>
- Bettinelli, C. (2011). Boards of directors in family firms: an exploratory study of structure and group process. *Family Business Review*, 24(2), 151–169. <https://doi.org/10.1177/0894486511402196>
- Bhattacharya, U., & Ravikumar, B. (2001). Capital markets and the evolution of family businesses. *The Journal of Business*, 74(2), 187–219. <https://doi.org/10.1086/209670>
- Bjuggren, P.-O., Duggal, R., & Giang, D. T. (2012). Ownership dispersion and capital structures in family firms: a study of closed medium-sized enterprises. *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 25(2), 185–200. <https://doi.org/10.1080/08276331.2012.10593568>
- Blair, M. (2007). Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century. In *Theories of Corporate Governance. The Philosophical Foundations of Corporate Governance* (pp. 174–188).
- Blanco-Mazagatos, V., De Quevedo-Puente, E., & Castrillo, L. A. (2007). The trade-off between financial resources and agency costs in the family business: an exploratory study.

Family Business Review, XX(3), 199–213. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2007.00095.x>

Blanco-Mazagatos, V., De Quevedo-Puente, E., & Delgado-García, J. B. (2009). The financial structure of the family firm: generation does matter. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, XXXVIII(141), 57–73.

Blanco-Mazagatos, V., De Quevedo-Puente, E., & Delgado-García, J. B. (2018). Human resource practices and organizational human capital in the family firm: the effect of generational stage. *Journal of Business Research*, 84(March), 337–348. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.09.017>

Boletín Oficial del Estado (2010). Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. In *Boletín Oficial del Estado* (pp. 58472–58594).

Burgstaller, J., & Wagner, E. (2015). How do family ownership and founder management affect capital structure decisions and adjustment of SMEs? Evidence from a bank-based economy. *The Journal of Risk Finance*, 16(1), 73–101. <https://doi.org/10.1108/JRF-06-2014-0091>

Carr, J. C., & Sequeira, J. M. (2007). Prior family business exposure as intergenerational influence and entrepreneurial intent: a theory of planned behavior approach. *Journal of Business Research*, 60(10), 1090–1098. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2006.12.016>

Casson, M. (1999). The economics of the family firm. *Scandinavian Economic History Review*, 47(1), 10–23. <https://doi.org/10.1080/03585522.1999.10419802>

Castanias, R. P., & Helfat, C. E. (1991). Managerial resources and rents. *Journal of*

- Management*, 17(1), 155–171. <https://doi.org/10.1177/014920639101700110>
- Castanias, R. P., & Helfat, C. E. (2001). The managerial rents model: theory and empirical analysis. *Journal of Management*, 27(6), 661–678. [https://doi.org/10.1016/S0149-2063\(01\)00117-9](https://doi.org/10.1016/S0149-2063(01)00117-9)
- Charlo, M. J., Núñez, M., & Sánchez-Apellániz, M. (2016). Delimitation, description and success factors of family businesses in Spain. A European comparison. *Applied Econometrics and International Development*, 16(2), 33–54.
- Chin, W. W. (2010). How to write up and report PLS analyses. In *Handbook of Partial Least Squares* (Springer, pp. 655–690). https://doi.org/10.1007/978-3-540-32827-8_29
- Chittenden, F., Hall, G., & Hutchinson, P. (1996). Small firm growth, access to capital markets and financial structure: review of issues and an empirical investigation. *Small Business Economics*, 8(1), 59–67.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Kellermanns, F. W., Matherne III, C. F., & Debicki, B. J. (2008). Management journals as venues for publication of family business research. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(5), 927–934. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2008.00263.x>
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Le Breton-Miller, I., Miller, D., & Steier, L. P. (2018). Governance mechanisms and family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 42(2), 171–186. <https://doi.org/10.1177/1042258717748650>
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Pearson, A. W., & Barnett, T. (2012). Family involvement, family influence, and family-centered non-economic goals in small firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(2), 267–293. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2010.00407.x>

- Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Sharma, P. (2005). Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(5), 555–576. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2005.00098.x>
- Chrisman, J. J., Sharma, P., Steier, L. P., & Chua, J. H. (2013). The influence of family goals, governance, and resources on firm outcomes. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6), 1249–1261. <https://doi.org/10.1111/etap.12064>
- Christensen, C. R. (1953). *Management succession in small and growing enterprises*. Harvard University Press.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., Kellermans, F. W., & Wu, Z. (2011). Family involvement and new venture debt financing. *Journal of Business Venturing*, 26(4), 472–488. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2009.11.002>
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 19–39. <https://doi.org/10.1177/104225879902300402>
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., Steier, L. P., & Rau, S. B. (2012). Sources of heterogeneity in family firms: an introduction. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(6), 1103–1113. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2012.00540.x>
- Ciftci, I., Tatoglu, E., Wood, G., Demirbag, M., & Zaim, S. (2019). Corporate governance and firm performance in emerging markets: evidence from Turkey. *International Business Review*, 28(1), 90–103. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2018.08.004>
- Cirillo, A., Romano, M., & Ardovino, O. (2015). Does family involvement foster IPO value? Empirical analysis on Italian stock market. *Management Decision*, 53(5), 1125–1154.

<https://doi.org/10.1108/MD-11-2014-0639>

Claver Cortés, E. (2014). Dirigiendo la empresa familiar. Algunas cuestiones clave. In *Gestión de la Empresa Familiar* (pp. 1–13). McGraw-Hill.

Cohen, J. (1988). *Statistical power analysis for the behavioral sciences* (N. Hillsdale (ed.); 2nd ed.). Lawrence Erlbaum Associates.

Colarossi, F., Giorgino, M., Steri, R., & Viviani, D. (2008). A corporate governance study on Italian family firms. *Corporate Ownership and Control*, 5(4), 93–103. <https://doi.org/10.22495/cocv5i4p8>

Coleman, S., & Carsky, M. (1999). Sources of capital for small family-owned businesses: evidence from the national survey of small business finances. *Family Business Review*, 12(1), 73–86. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1999.00073.x>

Comisión Europea (2003). Recomendación de la Comisión, de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas. *Diario Oficial de Las Comunidades Europeas*, L 124(2003/361/CE), 36–41.

Comité Económico y Social Europeo (2016). Dictamen del Comité Económico y Social Europeo «La empresa familiar en Europa como fuente de un crecimiento renovado y mejores puestos de trabajo» (Dictamen de iniciativa). *Diario Oficial de La Union Europea*, C13/8(2008), 8–13.

Corbetta, G., & Salvato, C. A. (2004). The board of directors in family firms: one size fits all? *Family Business Review*, 17(2), 119–134. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2004.00008.x>

- Corona, J., & Téllez Roca, J. (2011). Órganos de gobierno de la empresa familiar (I): principios de buen gobierno en la empresa familiar. Especial referencia al gobierno de la familia empresaria. In *Empresa Familiar: Aspectos Jurídicos y Económicos* (pp. 397–422). Deusto.
- Cortés, D. L., & Botero, I. C. (2016). Corporate governance in family businesses from Latin America, Spain and Portugal. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 29(3), 231–254. <https://doi.org/10.1108/ARLA-03-2016-0064>
- Croci, E., Doukas, J. A., & Gonenc, H. (2011). Family control and financing decisions. *European Financial Management*, 17(5), 860–897. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2011.00631.x>
- Cruz, C., & Nordqvist, M. (2012). Entrepreneurial orientation in family firms: a generational perspective. *Small Business Economics*, 38(1), 33–49. <https://doi.org/10.1007/s11187-010-9265-8>
- Daspit, J. J., Chrisman, J. J., Sharma, P., Pearson, A. W., & Mahto, R. V. (2018). Governance as a source of family firm heterogeneity. *Journal of Business Research*, 84, 293–300. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.12.041>
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20–47. <https://doi.org/10.4324/9781315261102-29>
- Davis, P. S. (1983). Realizing the potential of the family business. *Organizational Dynamics*, 12(1), 47–56.
- Davis, P. S. (1990). Three types of founders and their dark sides. *Family Business Magazine*,

Febrero.

- De Massis, A., Sieger, P., Chua, J. H., & Vismara, S. (2016). Incumbents' attitude toward intrafamily succession: an investigation of its antecedents. *Family Business Review*, 29(3), 278–300. <https://doi.org/10.1177/0894486516656276>
- Dekker, J. C., Lybaert, N., Steijvers, T., & Depaire, B. (2015). The effect of family business professionalization as a multidimensional construct on firm performance. *Journal of Small Business Management*, 53(2), 516–538. <https://doi.org/10.1111/jsbm.12082>
- Dekker, J. C., Lybaert, N., Steijvers, T., Depaire, B., & Mercken, R. (2012). Family firm types based on the professionalization construct. *Family Business Review*, 26(1), 81–99. <https://doi.org/10.1177/0894486512445614>
- Denyer, D., & Tranfield, D. (2009). Producing a systematic review. In *The SAGE Handbook of Organizational Research Methods* (pp. 671–689). Sage Publications Ltd.
- Diamantopoulos, A., & Sigauw, J. A. (2006). Formative versus reflective indicators in organizational measure development: a comparison and empirical illustration. *British Journal of Management*, 17(4), 263–282. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2006.00500.x>
- Díaz-Díaz, N. L., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2016). Debt maturity structure in private firms: does the family control matter? *Journal of Corporate Finance*, 37, 393–411. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.01.016>
- Diéguez-Soto, J., & López-Delgado, P. (2019). Does family and lone founder involvement lead to similar indebtedness? *Journal of Small Business Management*, 57(4), 1531–1558. <https://doi.org/10.1111/jsbm.12422>

- Diéguez-Soto, J., López-Delgado, P., & Rojo-Ramírez, A. A. (2015). Identifying and classifying family businesses. *Review of Managerial Science*, 9(3), 603–634. <https://doi.org/10.1007/s11846-014-0128-6>
- Dijkstra, T. K., & Henseler, J. (2015). Consistent partial least squares path modeling. *MIS Quarterly*, 39(2), 297–316. <https://doi.org/10.25300/MISQ/2015/39.2.02>
- Dobija, D., & Kravchenko, G. (2017). Supervisory board composition and firm financial performance: a case of companies listed on the Warsaw stock exchange. *Journal of Management and Business Administration. Central Europe*, 25(4), 75–95. <https://doi.org/10.7206/jmba.ce.2450-7814.208>
- Donaldson, G. (1961). *Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*. Harvard University, Graduate School of Business, Division of Research.
- Donnelley, R. G. (1988). The family business. *Family Business Review*, 1(4), 427–445.
- Duréndez, A., Madrid-Guijarro, A., & Hernández-Cánovas, G. (2019). Do family firms' specific governance mechanisms moderate the cost of debt? *Australian Accounting Review*, 29(88), 49–63. <https://doi.org/10.1111/auar.12217>
- Dyer, W. G. (1986). *Cultural change in family firms*. Jossey-Bass.
- Dyer, W. G. (1988). Culture and continuity in family firms. *Family Business Review*, 1(1), 37–50. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1988.00037.x>
- Dyer, W. G. (2006). Examining the “family effect” on firm performance. *Family Business Review*, 19(4), 253–273. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2006.00074.x>

- Dyer, W. G. (2018). Are family firms really better? Reexamining “examining the ‘Family Effect’ on firm performance.” *Family Business Review*, 31(2), 240–248. <https://doi.org/10.1177/0894486518776516>
- Eddleston, K. A., Kellermanns, F. W., Floyd, S. W., Crittenden, V. L., & Crittenden, W. F. (2013). Planning for growth: life stage differences in family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(5), 1177–1202. <https://doi.org/10.1111/etap.12002>
- Eddleston, K. A., Kellermanns, F. W., & Zellweger, T. M. (2012). Exploring the entrepreneurial behavior of family firms: does the stewardship perspective explain differences? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(2), 347–367. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2010.00402.x>
- ElBannan, M. A. (2017). Stock market liquidity, family ownership, and capital structure choices in an emerging country. *Emerging Markets Review*, 33, 201–231. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.11.001>
- Escribá-Esteve, A. (2021). *Las empresas familiares españolas ante el reto de la sucesión: diferentes perspectivas generacionales*. Proyecto STEP 2019.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Fernández, Z., & Nieto, M. J. (2005). Internationalization strategy of small and medium-sized family businesses: some influential factors. *Family Business Review*, 18(1), 77–89. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2005.00031.x>
- Fiegener, M. K., Brown, B. M., Dreux, D. R., & Dennis, W. J. (2000). CEO stakes and board composition in small private firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 24(4), 5–24.

- Fiss, P. C., & Zajac, E. J. (2004). The diffusion of ideas over contested terrain: the (non)adoption of a shareholder value orientation among German firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(4), 501–534. <https://doi.org/10.2307/4131489>
- Frank, H., Kessler, A., Rusch, T., Suess-Reyes, J., & Weismeier-Sammer, D. (2017). Capturing the familiness of family businesses: development of the Family Influence Familiness Scale (FIFS). *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(5), 709–742. <https://doi.org/10.1111/etap.12229>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1–37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Gallo, M. Á., Tàpies, J., & Cappuyns, K. (2004). Comparison of family and nonfamily business: financial logic and personal preferences. *Family Business Review*, XVII(4), 303–318. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2004.00020.x>
- García-Castro, R., & Sharma, P. (2011). Family involvement-firm performance link: winning configurations revealed by set-theoretic methods. *Universia Business Review*, 32, 54–68.
- García-Ramos, R., Díaz-Díaz, B., & García-Olalla, M. (2017). Independent directors, large shareholders and firm performance: the generational stage of family businesses and the socioemotional wealth approach. *Review of Managerial Science*, 11(1), 119–156. <https://doi.org/10.1007/s11846-015-0182-8>
- Gefen, D., Straub, D., & Boudreau, M.-C. (2000). Structural equation modeling and regression: guidelines for research practice. *Communications of the Association for Information Systems*, 4(7). <https://doi.org/10.17705/1CAIS.00407>

- Gersick, K. E., Davis, J. A., McCollom-Hampton, M., & Lansberg, I. (1997). *Generation to generation: life cycles of the family business*. Harvard Business School Press.
- Gharsalli, M. (2019). High leverage and variance of SMEs performance. *Journal of Risk Finance*, 20(2), 155–175. <https://doi.org/10.1108/JRF-02-2018-0011>
- Giraldez-Puig, P., & Berenguer, E. (2018). Family female executives and firm financial performance. *Sustainability*, 10(11), 1–15. <https://doi.org/10.3390/su10114163>
- Gómez-Mejía, L. R., Cruz, C., Berrone, P., & De Castro, J. (2011). The bind that ties: socioemotional wealth preservation in family firms. *Academy of Management Annals*, 5(1), 653–707. <https://doi.org/10.1080/19416520.2011.593320>
- Gómez-Mejía, L. R., Núñez-Nickel, M., & Gutierrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts. *Academy of Management Journal*, 44(1), 81–95. <https://doi.org/10.5465/3069338>
- Gómez-Mejía, L. R., Takács Haynes, K., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106–137. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2012.10.001>
- Gomis, R. M., & Khatiwada, S. (2016). Debt and productivity: evidence from firm level data. In *ILO Working Papers* (No. 15).
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M. A. (2013). Family firms and debt: risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research*, 66(11), 2308–2320. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2012.03.014>

- González, M., Idrobo, J. D., & Taborda, R. (2019). Family firms and financial performance: a meta-regression analysis. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 32(3), 345–372. <https://doi.org/10.1108/arla-09-2018-0213>
- Gottardo, P., & Moisello, A. M. (2014). The capital structure choices of family firms: evidence from Italian medium-large unlisted firms. *Managerial Finance*, 40(3), 254–275. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2013-0065>
- Gottardo, P., & Moisello, A. M. (2019). Family control and capital structure choices. In *Capital structure, earnings management, and risk of financial distress* (pp. 13–40). Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-030-00344-9_2
- Graves, C., & Thomas, J. (2004). Internationalisation of the family business: a longitudinal perspective. *International Journal of Globalisation and Small Business*, 1(1), 7–27. <https://doi.org/10.1504/IJGSB.2004.005615>
- Habbershon, T. G., & Williams, M. L. (1999). A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. *Family Business Review*, 12(1), 1–25. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1999.00001.x>
- Habbershon, T. G., Williams, M. L., & MacMillan, I. C. (2003). A unified systems perspective of family firm performance. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 451–465. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(03\)00053-3](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(03)00053-3)
- Hair, J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C. M., & Sarstedt, M. (2017). *A primer on partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM)* (2nd ed.). Sage Publications.
- Hall, A., Melin, L., & Nordqvist, M. (2001). Entrepreneurship as radical change in the family business: exploring the role of cultural patterns. *Family Business Review*, 14(3), 193–208.

<https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2001.00193.x>

Handler, W. C. (1990). Succession in family firms: a mutual role adjustment between entrepreneur and next-generation family members. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 15(1), 37–52. <https://doi.org/10.1177/104225879001500105>

Handler, W. C. (1994). Succession in family business: a review of the research. *Family Business Review*, VII(2), 133–157.

Hansen, C., & Block, J. H. (2021). Public family firms and capital structure: a meta-analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 1–23. <https://doi.org/10.1111/corg.12354>

Harveston, P. D., Davis, P. S., & Lyden, J. A. (1997). Succession planning in family business: the impact of owner gender. *Family Business Review*, 10(4), 373–396.

Hashim, H. A., & Amrah, M. R. (2016). Corporate governance mechanisms and cost of debt: evidence of family and non-family firms in Oman. *Managerial Auditing Journal*, 31(3), 314–336. <https://doi.org/10.1108/MAJ-12-2014-1139>

Hauck, J., Suess-Reyes, J., Beck, S., Prügl, R., & Frank, H. (2016). Measuring socioemotional wealth in family-owned and -managed firms: a validation and short form of the FIBER Scale. *Journal of Family Business Strategy*, 7(3), 133–148. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2016.08.001>

Henseler, J. (2017). Bridging design and behavioral research with variance-based structural equation modeling. *Journal of Advertising*, 46(1), 178–192. <https://doi.org/10.1080/00913367.2017.1281780>

- Henseler, J., Hubona, G., & Ray, P. A. (2016). Using PLS path modeling in new technology research: updated guidelines. *Industrial Management and Data Systems*, *116*(1), 2–20. <https://doi.org/10.1108/IMDS-09-2015-0382>
- Hernández-Linares, R., Sarkar, S., & Cobo, M. J. (2018). Inspecting the achilles heel: a quantitative analysis of 50 years of family business definitions. *Scientometrics*, *115*(2), 929–951. <https://doi.org/10.1007/s11192-018-2702-1>
- Hernández-Linares, R., Sarkar, S., & López-Fernández, M. C. (2017). How has the family firm literature addressed its heterogeneity through classification systems? An integrated analysis. *European Journal Of Family Business*, *7*(1–2), 1–13.
- Hernández-Ortiz, M. J., Fuentes-Lombardo, G., Martínez-Jiménez, R., & Vallejo-Martos, M. C. (2011). Supervivencia, gobernabilidad y desarrollo de la empresa familiar: el papel de los principales agentes implicados. In *Empresa Familiar: Aspectos Jurídicos y Económicos* (pp. 753–792). Deusto.
- Hiebl, M. R. W. (2015). Family involvement and organizational ambidexterity in later-generation family businesses: a framework for further investigation. *Management Decision*, *53*(5), 1061–1082. <https://doi.org/10.1108/MD-04-2014-0191>
- Hillier, D., Martínez, B., Patel, P. C., Pindado, J., & Requejo, I. (2018). Pound of flesh? Debt contract strictness and family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, *42*(2), 259–282. <https://doi.org/10.1177/1042258717748933>
- Holland, P. G., Oliver, J. E., & Valdosta State College. (1992). An empirical examination of the stages of development of family business. *Journal of Business and Entrepreneurship*, *4*(3), 27–38.

- Holt, D. T., Pearson, A. W., Carr, J. C., & Barnett, T. (2017). Family firm(s) outcomes model: structuring financial and nonfinancial outcomes across the family and firm. *Family Business Review*, 30(2), 182–202. <https://doi.org/10.1177/0894486516680930>
- Holt, D. T., Rutherford, M. W., & Kuratko, D. F. (2010). Advancing the field of family business research: further testing the measurement properties of the F-PEC. *Family Business Review*, 23(1), 76–88.
- Hussain, H. I., Abidin, I. S. Z., Ali, A., & Kamarudin, F. (2018). Debt maturity and family related directors: evidence from a developing market. *Polish Journal of Management Studies*, 18(2), 118–134. <https://doi.org/10.17512/pjms.2018.18.2.10>
- Instituto de la Empresa Familiar (2018). *Factores de competitividad y análisis financiero en la empresa familiar*. Instituto de la Empresa Familiar.
- Iqbal, A., Hameed, I., & Ramzan, N. (2012). The impact of debt capacity on firm's growth. *American Journal of Scientific Research*, 59(59), 109–115.
- James, A. E., Jennings, J. E., & Jennings, P. D. (2017). Is it better to govern managers via agency or stewardship? Examining asymmetries by family versus nonfamily affiliation. *Family Business Review*, 30(3), 262–283. <https://doi.org/10.1177/0894486517717532>
- Jaskiewicz, P., González, V. M., Menéndez-Requejo, S., & Schiereck, D. (2005). Long-Run IPO performance analysis of German and Spanish family-owned businesses. *Family Business Review*, 18(3), 179–202. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2005.00041.x>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(1), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Kahveci, E., & Wolfs, B. (2019). Family business, firm efficiency and corporate governance relation: the case of corporate governance index firms in Turkey. *Academy of Strategic Management Journal*, 18(1), 1–12.
- Kao, M. F., Hodgkinson, L., & Jaafar, A. (2019). Ownership structure, board of directors and firm performance: evidence from Taiwan. *Corporate Governance*, 19(1), 189–216. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2018-0144>
- Kaye, K., & Hamilton, S. (2004). Roles of trust in consulting to financial families. *Family Business Review*, 17(2), 151–163. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2004.00010.x>
- Keasey, K., Martinez, B., & Pindado, J. (2015). Young family firms: financing decisions and the willingness to dilute control. *Journal of Corporate Finance*, 34, 47–63. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.07.014>
- Kepner, E. (1983). The family and the firm: a coevolutionary perspective. *Organizational Dynamics*, 12(1), 57–70. [https://doi.org/10.1016/0090-2616\(83\)90027-X](https://doi.org/10.1016/0090-2616(83)90027-X)
- Kharabsheh, B., Suwaidan, M. S., & Elfaitouri, R. (2019). Nonlinear association between controlling shareholders and leverage: evidence from Jordan. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 9(2), 193–212. <https://doi.org/10.1504/AAJFA.2019.099482>
- Kidwell, R. E., Fuentes-Lombardo, G., Sanchez-Famoso, V., Cano-Rubio, M., & Kloepfer, K. E. (2020). Human capital in the internationalization of family firms. *Thunderbird International Business Review*, 62(4), 353–369. <https://doi.org/10.1002/tie.22107>
- Kimhi, A. (1997). Intergenerational succession in small family businesses: borrowing constraints and optimal timing of succession. *Small Business Economics*, 9(4), 309–318. <https://doi.org/10.1023/A:1007987731337>

- King, M. R., & Santor, E. (2008). Family values: ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking and Finance*, 32(11), 2423–2432. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.02.002>
- Klein, S. B. (2000). Family businesses in Germany: significance and structure. *Family Business Review*, 13(3), 157–181. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2000.00157.x>
- Klein, S. B., Astrachan, J. H., & Smyrnios, K. X. (2005). The F-PEC scale of family influence: construction, validation, and further implication for theory. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3), 321–339. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2005.00086.x>
- Koropp, C., Grichnik, D., & Gygax, A. F. (2013). Succession financing in family firms. *Small Business Economics*, 41(2), 315–334. <https://doi.org/10.1007/s11187-012-9442-z>
- Koropp, C., Kellermanns, F. W., Grichnik, D., & Stanley, L. (2014). Financial decision making in family firms: an adaptation of the theory of planned behavior. *Family Business Review*, 27(4), 307–327. <https://doi.org/10.1177/0894486514522483>
- Kotlar, J., Signori, A., De Massis, A., & Vismara, S. (2017). Financial wealth, socioemotional wealth and IPO underpricing in family firms: a two-stage gamble model. *Academy of Management Journal*, 61(3), 1073–1099. <https://doi.org/10.5465/amj.2016.0256>
- KPMG SA (2013). *Family business barometer* (I ed.). KPMG, SA.
- KPMG SA (2014). *Family business barometer* (II ed.). KPMG, SA.
- KPMG SA (2015a). *Family business barometer* (III ed.). KPMG, SA.
- KPMG SA (2015b). *Family business barometer* (IV ed.). KPMG, SA.

KPMG SA (2016). *Family business barometer* (V ed.). KPMG, SA.

KPMG SA (2017). *Family business barometer* (VI ed.). KPMG, SA.

KPMG SA (2018). *Family business barometer* (VII ed.). KPMG, SA.

KPMG SA (2019). *Family business barometer* (VIII ed.). KPMG, SA.

Kudrats, J., & McDowell, W. C. (2015). The relationship of board composition to company performance in small and medium sized family firms: a theoretical model. *Small Business Institute Journal*, 11(2), 41–47.

Kudrats, J., McDowell, W. C., & Mahto, R. V. (2019). Unrelated but together: Trust and intergroup relations in multi-family businesses. *Journal of Business Research*, 101(December 2018), 750–756. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.12.073>

La Rocca, M., La Rocca, T., & Cariola, A. (2011). Capital structure decisions during a firm's life cycle. *Small Business Economics*, 37(1), 107–130. <https://doi.org/10.1007/s11187-009-9229-z>

Lansberg, I. (1988). The succession conspiracy. *Family Business Review*, 1(2), 119–143. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1988.00119.x>

Lardon, A., Deloof, M., & Jorissen, A. (2017). Outside CEOs, board control and the financing policy of small privately held family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 8(1), 29–41. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2017.01.002>

Le Breton-Miller, I., & Miller, D. (2018). Looking back at and forward from: “Family governance and firm performance: agency, stewardship, and capabilities.” *Family Business Review*, 31(2), 229–237. <https://doi.org/10.1177/0894486518773850>

- Leach, P. E. (1993). *La empresa familiar*. Granica.
- Lean, H. H., Ting, I. W. K., & Kweh, Q. L. (2015). Ownership concentration, family ownership and leverage: evidence from Malaysia. *Malaysian Journal Of Economic Studies*, 52(2), 117–133.
- Leitterstorf, M. P., & Rau, S. B. (2014). Socioemotional wealth and IPO underpricing of family firms. *Strategic Management Journal*, 35, 751–760. <https://doi.org/10.1002/smj>
- Litz, R. A. (1995). The family business: toward definitional clarity. *Family Business Review*, 8(2), 71–81. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1995.00071.x>
- López-Delgado, P., & Diéguez-Soto, J. (2020). Indebtedness in family-managed firms: the moderating role of female directors on the board. *Review of Managerial Science*, 14(4), 727–762. <https://doi.org/10.1007/s11846-018-0307-y>
- López-Gracia, J., & Sánchez-Andújar, S. (2007). Financial structure of the family business: evidence from a group of small Spanish firms. *Family Business Review*, XX(4), 269–287. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2007.00094.x>
- Lubatkin, M. H., Schulze, W. S., Ling, Y., & Dino, R. N. (2005). The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms. *Journal of Organizational Behavior*, 26(3), 313–330. <https://doi.org/10.1002/job.307>
- Madaleno, M., & Vieira, E. S. (2018). Volatility analysis of returns and risk: family versus nonfamily firms. *Quantitative Finance and Economics*, 2(2), 348–372. <https://doi.org/10.3934/qfe.2018.2.348>
- Maseda, A., Iturralde, T., Aparicio, G., Boulkeroua, L., & Cooper, S. (2019). Family board

- ownership, generational involvement and performance in family SMEs. *European Journal of Management and Business Economics*, 28(3), 285–300.
<https://doi.org/10.1108/ejmbe-07-2018-0071>
- Matthews, C. H., Vasudevan, D. P., Barton, S. L., & Apana, R. (1994). Capital structure decision making in privately held firms: beyond the finance paradigm. *Family Business Review*, 7(4), 349–367. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1994.00349.x>
- Mbanyele, W. (2020). Ownership concentration, firm life cycle, and leverage: evidence from Italian family firms. *Cogent Economics & Finance*, 8(1), 1–19.
<https://doi.org/10.1080/23322039.2020.1838687>
- McConaughy, D. L., Matthews, C. H., & Fialko, A. S. (2001). Founding family controlled firms: efficiency, risk, and value. *Journal of Small Business Management*, 39(1), 31–49.
<https://doi.org/10.1111/0447-2778.00004>
- McConaughy, D. L., & Phillips, G. M. (1999). Founders versus descendants: the profitability, efficiency, growth characteristics and financing in large, public, founding-family-controlled firms. *Family Business Review*, XII(2), 123–132.
<https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1999.00123.x>
- McDonald, T. M., & Marshall, M. I. (2017). Family business responses to household and business cash-flow problems. *Journal of Family and Economic Issues*, 39(1), 163–176.
<https://doi.org/10.1007/s10834-017-9543-6>
- Meneses, R., Coutinho, R., & Pinho, J. C. (2014). The impact of succession on family business internationalisation: the successors' perspective. *Journal of Family Business Management*, 4(1), 24–45. <https://doi.org/10.1108/JFBM-01-2013-0004>

- Michiels, A., & Molly, V. (2017). Financing decisions in family businesses: a review and suggestions for developing the field. *Family Business Review*, 30(4), 369–399. <https://doi.org/10.1177/0894486517736958>
- Michiels, A., Uhlener, L. M., & Dekker, J. C. (2017). The effect of family business professionalization on dividend payout. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24(4), 971–990. <https://doi.org/10.1108/JSBED-01-2017-0023>
- Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2006). Family governance and firm performance: agency, stewardship, and capabilities. *Family Business Review*, 19(1), 73–87. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2006.00063.x>
- Minichilli, A., Nordqvist, M., Corbetta, G., & Amore, M. D. (2014). CEO succession mechanisms, organizational context, and performance: a socio-emotional wealth perspective on family-controlled firms. *Journal of Management Studies*, 51(7), 1153–1179. <https://doi.org/10.1111/joms.12095>
- Miralles-Marcelo, J. L., Miralles-Quirós, M. del M., & Lisboa, I. (2014). The impact of family control on firm performance: evidence from Portugal and Spain. *Journal of Family Business Strategy*, 5(2), 156–168. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2014.03.002>
- Mishra, C. S., & McConaughy, D. L. (1999). Founding family control and capital structure: the risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 53–64. <https://doi.org/10.1177/104225879902300404>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, XLVIII(3), 261–297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a

- correction. *American Economic Review*, 53(3), 433–443. <https://doi.org/10.2307/1809167>
- Molly, V., Laveren, E., & Deloof, M. (2010). Family business succession and its impact on financial structure and performance. *Family Business Review*, 23(2), 131–147. <https://doi.org/10.1177/0894486510365062>
- Molly, V., Laveren, E., & Jorissen, A. (2012). Intergenerational differences in family firms: impact on capital structure and growth behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(4), 703–725. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2010.00429.x>
- Molly, V., Uhlaner, L. M., De Massis, A., & Laveren, E. (2019). Family-centered goals, family board representation, and debt financing. *Small Business Economics*, 53(1), 269–286. <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0058-9>
- Motylska-Kuzma, A. (2017). The financial decisions of family businesses. *Journal of Family Business Management*, 7(3), 351–373. <https://doi.org/10.1108/JFBM-07-2017-0019>
- Moussa, A. A., & Elgiziry, K. (2019). The impact of family involvement in business on capital structure decisions: a literature review. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(1), 258–266. [https://doi.org/10.21511/imfi.16\(1\).2019.20](https://doi.org/10.21511/imfi.16(1).2019.20)
- Mulyani, E., Singh, H., & Mishra, S. (2016). Dividends, leverage, and family ownership in the emerging Indonesian market. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 43, 16–29. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.03.004>
- Muñoz-Bullon, F., Sanchez-Bueno, M. J., & Suárez-González, I. (2018). Diversification decisions among family firms: the role of family involvement and generational stage. *BRQ Business Research Quarterly*, 21(1), 39–52. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2017.11.001>

- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(1), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Newbert, S., & Craig, J. B. (2017). Moving beyond socioemotional wealth: toward a normative theory of decision making in family business. *Family Business Review*, 30(4), 339–346.
<https://doi.org/10.1177/0894486517733572>
- Nordqvist, M., Sharma, P., & Chirico, F. (2014). Family firm heterogeneity and governance: a configuration approach. *Journal of Small Business Management*, 52(2), 192–209.
<https://doi.org/10.1111/jsbm.12096>
- Ntoug, L. A. T., Santos de Oliveira, H. M., Sousa, B. M. F. de, Pimentel, L. M., & Bastos, S. A. M. C. (2020). Are family firms financially healthier than non-family firm? *Journal of Risk and Financial Management*, 13(5), 1–18. <https://doi.org/10.3390/jrfm13010005>
- Paniagua, J., Rivelles, R., & Sapena, J. (2018). Corporate governance and financial performance: the role of ownership and board structure. *Journal of Business Research*, 89(June), 229–234. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.01.060>
- Pindado, J., Requejo, I., & De la Torre, C. (2015). Does family control shape corporate capital structure? An empirical analysis of Eurozone firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, 42(7–8), 965–1006. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12124>
- Poletti-Hughes, J., & Martínez Garcia, B. (2020). Leverage in family firms: the moderating role of female directors and board quality. *International Journal of Finance & Economics*,

June, 1–17. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2147>

Ramalho, J. J. S., Rita, R. M. S., & Da Silva, J. V. (2018). The impact of family ownership on capital structure of firms: exploring the role of zero-leverage, size, location and the global financial crisis. *International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship*, 36(5), 574–604. <https://doi.org/10.1177/0266242617753050>

Ramírez-Herrera, L. M., & Palacín-Sánchez, M. J. (2018). El estado del arte sobre la teoría de la estructura de capital de la empresa. *Cuadernos de Economía*, 37(73), 143–165. <https://doi.org/10.15446/cuad.econ.v37n73.56041>

Rau, S. B., Astrachan, J. H., & Smyrniotis, K. X. (2018). The F-PEC revisited: from the family business definition dilemma to foundation of theory. *Family Business Review*, 31(2), 200–213. <https://doi.org/10.1177/0894486518778172>

Rau, S. B., Schneider-Siebke, V., & Günther, C. (2019). Family firm values explaining family firm heterogeneity. *Family Business Review*, 32(2), 195–215. <https://doi.org/10.1177/0894486519846670>

Real Academia Española (2021). *Diccionario de la lengua española*, 23^a ed., [versión 23.4 en línea]. <https://dle.rae.es/>

Ringle, C. M., Wende, S., & Becker, J. M. (2015). *SmartPLS 3*. SmartPLS GmbH. <http://www.smartpls.com>.

Roberts, N., & Thatcher, J. B. (2009). Conceptualizing and testing formative constructs: tutorial and annotated example. *ACM SIGMIS Database: The DATABASE for Advances in Information Systems*, 40(3), 9–39. <https://doi.org/10.1145/1592401.1592405>

- Roffia, P., Moracchiato, S., Liguori, E., & Kraus, S. (2021). Operationally defining family SMEs: a critical review. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 28(2), 229–260. <https://doi.org/10.1108/JSBED-11-2020-0399>
- Rojo-Ramírez, A. A., Diéguez-Soto, J., & López-Delgado, P. (2011). Importancia del concepto de empresa familiar en investigación: utilización de la base de datos SABI para su clasificación. *Revista de Empresa Familiar*, 1(1), 53–67.
- Roldán, J. L., & Sánchez-Franco, M. J. (2012). Variance-based structural equation modeling: guidelines for using partial least squares in information systems research. In *Research Methodologies, Innovations and Philosophies in Software Systems Engineering and Information Systems* (pp. 193–221). IGI Global. <https://doi.org/10.4018/978-1-4666-0179-6.ch010>
- Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Smyrnios, K. X. (2001). Capital structure decision making: a model for family business. *Journal of Business Venturing*, 16(3), 285–310. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(99\)00053-1](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(99)00053-1)
- Rus Rufino, S., & Trevinyo-Rodríguez, R. N. (2011). Redefiniendo la empresa familiar. In *Empresa Familiar: Aspectos Jurídicos y Económicos* (pp. 39–64). Deusto.
- Saidat, Z., Silva, M., & Seaman, C. (2019). The relationship between corporate governance and financial performance: evidence from Jordanian family and nonfamily firms. *Journal of Family Business Management*, 9(1), 54–78. <https://doi.org/10.1108/JFBM-11-2017-0036>
- Sakawa, H., & Watanabel, N. (2019). Family control and ownership monitoring in Stakeholder-oriented corporate governance. *Management Decision*, 57(7), 1712–1728.

<https://doi.org/10.1108/MD-04-2018-0480>

Samara, G., & Berbegal-Mirabent, J. (2018). Independent directors and family firm performance: does one size fit all? *International Entrepreneurship and Management Journal*, 14(1), 149–172. <https://doi.org/10.1007/s11365-017-0455-6>

Sánchez-Marín, G., Pemartín, M., & Monreal-Pérez, J. (2020). The influence of family involvement and generational stage on learning-by-exporting among family firms. *Review of Managerial Science*, 14(1), 311–334. <https://doi.org/10.1007/s11846-019-00350-7>

Santos, M. S., Moreira, A. C., & Vieira, E. S. (2014). Ownership concentration, contestability, family firms, and capital structure. *Journal of Management & Governance*, 18(4), 1063–1107. <https://doi.org/10.1007/s10997-013-9272-7>

Sarstedt, M., Ringle, C. M., & Hair, J. F. (2017). Partial Least Squares Structural Equation Modeling. In *Handbook of Market Research* (Vol. 21, Issue 1, pp. 1–40). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-319-05542-8_15-1

Sarstedt, M., Ringle, C. M., Smith, D., Reams, R., & Hair, J. F. (2014). Partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM): a useful tool for family business researchers. *Journal of Family Business Strategy*, 5(1), 105–115. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2014.01.002>

Schein, E. H. (1985). *Organizational culture and leadership: a dynamic view*. Jossey Bass.

Schein, E. H. (1988). *La cultura empresarial y el liderazgo: una visión dinámica*. Plaza y Janés.

Schein, E. H. (1996). Culture: the missing concept in organization studies. *Administrative Science Quarterly*, 41(2), 229–240. <https://doi.org/10.2307/2393715>

- Schmid, T. (2013). Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family firms. *Journal of Banking and Finance*, 37(2), 257–272. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.08.026>
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2002). Altruism, agency, and the competitiveness of family firms. *Managerial and Decision Economics*, 23(4–5), 247–259. <https://doi.org/10.1002/mde.1064>
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of Management Journal*, 46(2), 179–194. <https://doi.org/10.2307/30040613>
- Sciascia, S., Mazzola, P., & Kellermanns, F. W. (2014). Family management and profitability in private family-owned firms: introducing generational stage and the socioemotional wealth perspective. *Journal of Family Business Strategy*, 5(2), 131–137. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2014.03.001>
- Segura, L. C., & Formigoni, H. (2014). Influence of control and family management in the indebtedness of brazilian open business: a quantitative study. *Brazilian Business Review*, 11(6), 50–74. <https://doi.org/10.15728/bbr.2014.11.6.3>
- Setia-Atmaja, L. (2010). Dividend and debt policies of family controlled firms: the impact of board independence. *International Journal of Managerial Finance*, 6(2), 128–142. <https://doi.org/10.1108/17439131011032059>
- Setia-Atmaja, L., Tanewski, G. A., & Skully, M. (2009). The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, 36(7–8), 863–898. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2009.02151.x>

- Shanker, M. C., & Astrachan, J. H. (1996). Myths and realities: family businesses' contribution to the US economy-A framework for assessing family business statistics. *Family Business Review*, 9(2), 107–123. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1996.00107.x>
- Sharma, P., Chrisman, J. J., & Chua, J. H. (2003). Predictors of satisfaction with the succession process in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18(5), 667–687. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(03\)00015-6](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(03)00015-6)
- Siebels, J. F., & Zu Knyphausen-Aufseß, D. (2012). A review of theory in family business research: the implications for corporate governance. *International Journal of Management Reviews*, 14(3), 280–304. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2011.00317.x>
- Sirmon, D. G., & Hitt, M. A. (2003). Managing resources: linking unique resources, management, and wealth creation in family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 339–358. <https://doi.org/10.1111/1540-8520.t01-1-00013>
- Sosik, J. J., Kahai, S. S., & Piovosio, M. J. (2009). Silver bullet or voodoo statistics? *Group & Organization Management*, 34(1), 5–36. <https://doi.org/10.1177/1059601108329198>
- Stanley, L., Kellermanns, F. W., & Zellweger, T. M. (2017). Latent profile analysis: understanding family firm profiles. *Family Business Review*, 30(I), 84–102. <https://doi.org/10.1177/0894486516677426>
- Stinnett, N. (1983). Strong families: a portrait. In *Prevention in family services: approaches to family wellness* (pp. 27–38). Sage Publications.
- Stinnett, N. (1986). *Building family strengths: a manual for families*. University of Nebraska.

- Stockmans, A., Lybaert, N., & Voordeckers, W. (2010). Socioemotional wealth and earnings management in private family firms. *Family Business Review*, 23(3), 280–294. <https://doi.org/10.1177/0894486510374457>
- Swartz, S. (1989). The challenges of multidisciplinary consulting to family-owned businesses. *Family Business Review*, 2(4), 329–331. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1989.tb00002.x>
- Tagiuri, R., & Davis, J. A. (1996). Bivalent attributes of the family firm. *Family Business Review*, 9(2), 199–208. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1996.00199.x>
- Thiele, F. K., & Wendt, M. (2017). Family firm identity and capital structure decisions. *Journal of Family Business Management*, 7(2), 221–239. <https://doi.org/10.1108/JFBM-05-2017-0012>
- Tranfield, D., Denyer, D., & Smart, P. (2003). Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review. *British Journal of Management*, 14(3), 207–222. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00375>
- Vallejo-Martos, M. C. (2008). Is the culture of family firms really different? A value-based model for its survival through generations. *Journal of Business Ethics*, 81(2), 261–279. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9493-2>
- Vallejo-Martos, M. C. (2011a). A model to study the organizational culture of the family firm. *Small Business Economics*, 36(1), 47–64. <https://doi.org/10.1007/s11187-009-9175-9>
- Vallejo-Martos, M. C. (2011b). The organizational culture of family firms as a key factor of competitiveness. *Journal of Business Economics and Management*, 12(3), 451–481. <https://doi.org/10.3846/16111699.2011.599407>

- Vandekerckhof, P., Steijvers, T., Hendriks, W., & Voordeckers, W. (2019). The effect of nonfamily managers on decision-making quality in family firm TMTs: the role of intra-TMT power asymmetries. *Journal of Family Business Strategy*, 10(3), 1–9. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2019.01.002>
- Vandemaele, S., & Vancauteran, M. (2015). Nonfinancial goals, governance, and dividend payout in private family firms. *Journal of Small Business Management*, 53(1), 166–182. <https://doi.org/10.1111/jsbm.12063>
- Vázquez, A., & Casillas, J. C. (2011). Órganos de gobierno de la empresa familiar (II): el papel del consejo de administración. In *Empresa Familiar: Aspectos Jurídicos y Económicos* (pp. 423–454). Deusto.
- Vieira, E. S. (2017). Debt policy and firm performance of family firms: the impact of economic adversity. *International Journal of Managerial Finance*, 13(3), 267–286. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2016-0062>
- Villalonga, B., Amit, R., Trujillo, M. A., & Guzmán, A. (2015). Governance of family firms. *Annual Review of Financial Economics*, 7, 635–654. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110613-034357>
- Villalonga, B., Trujillo, M. A., Guzmán, A., & Cáceres, N. (2019). What are boards for? Evidence from closely held firms in Colombia. *Financial Management*, 48(2), 537–573. <https://doi.org/10.1111/fima.12224>
- Voordeckers, W., Van Gils, A., & Van Den Heuvel, J. (2007). Board composition in small and medium-sized family firms. *Journal of Small Business Management*, 45(1), 137.
- Westhead, P., & Howorth, C. (2007). “Types” of private family firms: an exploratory

- conceptual and empirical analysis. *Entrepreneurship and Regional Development*, 19(5), 405–431. <https://doi.org/10.1080/08985620701552405>
- Williams, L. J., Vandenberg, R. J., & Edwards, J. R. (2009). 12 structural equation modeling in management research: a guide for improved analysis. *The Academy of Management Annals*, 3(1), 543–604. <https://doi.org/10.1080/19416520903065683>
- Wright, R. T., Campbell, D. E., Thatcher, J. B., & Roberts, N. (2012). Operationalizing multidimensional constructs in structural equation modeling: recommendations for IS research. *Communications of the Association for Information Systems*, 30. <https://doi.org/10.17705/1cais.03023>
- Wu, Z., Chua, J. H., & Chrisman, J. J. (2007). Effects of family ownership and management on small business equity financing. *Journal of Business Venturing*, 22, 875–895. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2006.07.002>
- Xi, J., Kraus, S., Filser, M., & Kellermanns, F. W. (2015). Mapping the field of family business research: past trends and future directions. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 11(1), 113–132. <https://doi.org/10.1007/s11365-013-0286-z>
- Yousaf, I., Ali, S., & Hasan, A. (2019). Effect of family control on corporate financing decisions of firms: evidence from Pakistan. *Studies of Applied Economics*, 37(3), 155–170. <https://doi.org/10.25115/eea.v37i3.2779>
- Yu-Thompson, Y., Lu-Andrews, R., & Liang, F. (2016). Liquidity and corporate governance: evidence from family firms. *Review of Accounting and Finance*, 15(2), 144–173. <https://doi.org/10.1108/RAF-03-2015-0039>
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance:

a review and integrative model. *Journal of Management*, 15(2), 291–334.

<https://doi.org/10.1177/014920638901500208>

ANEXOS

ANEXO 1. RESUMEN DE LA LITERATURA ANALIZADA SOBRE EL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO DE LA EMPRESA FAMILIAR⁵²

Autor/es	Objetivo ⁵³	Muestra	Período de estudio	País	Argumentos teóricos	Evidencia
Acedo-Ramírez et al. (2017)	Comparación EF/ENF	1 434 EF y 659 ENF	2000-2008	España	Costes de agencia, asimetrías de información	EF>ENF
Al-Ajmi et al. (2009) ^{ab}	Determinantes de la estructura de capital	53 EF y ENF	2003-2007	Arabia Saudí	Asimetrías de información	Efecto negativo de la propiedad familiar
Amore et al. (2011) ^b	Heterogeneidad EF	2 484 EF y 3 412 ENF	2003-2007	Italia	Conservar el control familiar, aversión al riesgo	CEO externo (+)
Ampenberger et al. (2013) ^a	Comparación EF/ENF	660 EF y ENF	1995-2006	Alemania	Control de los acreedores, costes de agencia, aversión al riesgo	EF<ENF Dirección (-) CEO fundador (-)
R. C. Anderson & Reeb (2003) ^{ab}	Comparación EF/ENF	319 EF y ENF	1993-1999	EEUU	Asimetrías de información	EF=ENF
Bacci et al. (2018)	Heterogeneidad EF	374 EF	2002-2011	Italia	Conservar el control familiar, aversión al riesgo, SEW	Propiedad (U)
Baek et al. (2016)	Heterogeneidad EF	200 EF y ENF	1999-2007	EEUU	Conservar el control familiar	Propiedad (+)

⁵² Un proceso de revisión sistemática de la literatura fue llevado a cabo, siguiendo el método descrito por Tranfield et al. (2003) y Denyer & Tranfield (2009). Partimos de la revisión de Michiels & Molly (2017). Buscamos artículos publicados hasta el 24 de marzo de 2021, centrándonos en dos bases de datos: Web Of Science y Scopus. La cadena de búsqueda utilizada fue la siguiente: TS=(financ* OR *debt* OR equity OR stock OR capital OR leverag* OR IPO OR bank* OR investor* OR dividend* OR borrow* OR lend* OR loan* OR credit OR collateral) AND TS=(“family firm*” OR “family business*” OR “family enterprise*” OR “family influenc*” OR “family involvement” OR “family control*” OR “family owner*” OR “family manag*” OR “family govern*” OR “founding family” OR SEW OR “socioemotional wealth” OR “socio-emotional wealth”). Complementamos el proceso con búsquedas hacia delante y hacia atrás —efecto bola de nieve— en las referencias de los artículos encontrados.

⁵³ Todos los estudios recogidos en este anexo utilizan el endeudamiento como variable dependiente. En este sentido, han sido excluidos aquellos trabajos que estudian la estructura de capital de la empresa familiar con el objetivo de profundizar en el coste de la deuda (R. C. Anderson et al., 2003; Duréndez et al., 2019), en la intención de uso de la deuda (Koropp et al., 2013, 2014), en las estructuras de vencimiento de la deuda (Hussain et al., 2018) o en la sensibilidad de la deuda a las fluctuaciones de los flujos de caja (Pindado et al., 2015); así como autores que analizan la financiación mediante acciones (Wu et al., 2007).

Autor/es	Objetivo ⁵³	Muestra	Período de estudio	País	Argumentos teóricos	Evidencia
Benkraiem et al. (2018) ^a	Acceso a la financiación	89 EF y ENF	2008-2016	Francia	Aversión al riesgo	Dirección (-) EF<ENF
Baixauli-Soler et al. (2021)	Heterogeneidad EF	420 EF	2016	España	Conservar el control familiar, SEW	SEW (-)
Bjuggren et al. (2012)	Heterogeneidad EF	177 EF y ENF	2008	Suecia	Costes de agencia, asimetrías de información, aversión al riesgo	Propiedad (U)
Blanco-Mazagatos et al. (2007) ^c	Comparación EF/ENF	477 EF y 177 ENF	2000	España	Conservar el control familiar, asimetrías de información	EF>ENF
Burgstaller & Wagner (2015)	Comparación EF/ENF	328 EF y 142 ENF	2005-2010	Austria	Conservar el control familiar, aversión al riesgo, asimetrías de información	EF>ENF
Chua et al. (2011)	Heterogeneidad EF	1 267 EF y ENF con distinto grado de implicación familiar (<i>new ventures</i>)	2002	EEUU	Costes de agencia, asimetrías de información	Propiedad (Ø) Dirección (+) Administración (+) Intención de sucesión (Ø)
Coleman & Carsky (1999)	Comparación EF/ENF	2 116 EF y 692 ENF	1993	EEUU	NA	EF=ENF
Croci et al. (2011) ^{ab}	Comparación EF/ENF	433 EF y 344 ENF	1998-2008	Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Noruega, España, Suecia y	Conservar el control familiar, asimetrías de información	EF>ENF

Autor/es	Objetivo ⁵³	Muestra	Período de estudio	País	Argumentos teóricos	Evidencia
Díaz-Díaz et al. (2016) ^a	Comparación EF/ENF	4 365 EF y ENF	2004-2013	Suiza España	Conservar el control familiar, costes de agencia, asimetrías de información	EF>ENF
Diéguez-Soto & López-Delgado (2019)	Comparación EF/ENF	4 102 EF y ENF (y empresas unipersonales también)	2006-2013	España	Aversión al riesgo, SEW	EF<ENF
ElBannan (2017)	Comparación EF/ENF	154 EF y ENF	2006-2014	Egipto	Costes de agencia, asimetrías de información	EF>ENF
Gallo et al. (2004)	Comparación EF/ENF	101 EF y 204 ENF	2001	España	Aversión al riesgo	EF<ENF
González et al. (2013) ^a	Heterogeneidad EF	296 EF y 227 ENF	1996-2006	Colombia	Conservar el control familiar, aversión al riesgo, costes de agencia, asimetrías de información	Propiedad (+) Dirección (-) Administración (moderación)
Gottardo & Moisello (2014)	Comparación EF/ENF	2 077 EF y 929 ENF	2001-2012	Italia	Conservar el control familiar, SEW	EF>ENF
Gottardo & Moisello (2019)	Heterogeneidad EF	1 999 EF y 987 ENF	2001-2010	Italia	Conservar el control familiar, asimetrías de información, SEW	Propiedad (+) Dirección (+) Etapa generacional (+)
Keasey et al. (2015) ^a	Heterogeneidad EF	1 050 EF y ENF	2000-2009	Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos, Noruega,	Conservar el control familiar, asimetrías de información	Propiedad (+)

Autor/es	Objetivo ⁵³	Muestra	Período de estudio	País	Argumentos teóricos	Evidencia
				Portugal, España, Suecia, Suiza y Reino Unido		
Kharabsheh et al. (2019) ^a	Comparación EF/ENF	27 EF y 33 ENF	2010-2015	Jordania	Asimetrías de información, control familiar, aversión al riesgo	EF>ENF Propiedad (U)
King & Santor (2008)	Heterogeneidad EF	613 empresas con diferentes tipos de propietarios, entre ellos familiares	1998-2005	Canadá	Control de los acreedores, costes de agencia, asimetrías de información	Propiedad (+)
Lardon et al. (2017) ^{ab}	Heterogeneidad EF	367 EF	2011	Bélgica	Conservar el control familiar, SEW	CEO externo (-)
Lean et al. (2015)	Comparación EF/ENF	201 EF y ENF	2002-2011	Malasia	Aversión al riesgo	EF<ENF
López-Delgado & Diéguez-Soto (2020)	Heterogeneidad EF	2 232 EF y 1 991 ENF	2006-2013	España	Conservar el control familiar, aversión al riesgo, costes de agencia, SEW	Dirección (+)
López-Gracia & Sánchez-Andújar (2007)	Comparación EF/ENF	422 EF y 436 ENF	1997-2004	España	Costes de agencia, asimetrías de información	EF<ENF
Mbanye (2020)	Comparación EF/ENF	163 EF y ENF	2002-2013	Italia	Aversión al riesgo, costes de agencia	EF<ENF
McConaughy & Phillips (1999)	Comparación EF/ENF	147 EF (distingue entre empresas controladas por el fundador y los descendientes) y un grupo de ENF	1986-1988	EEUU	NA	EF<ENF
McConaughy et al. (2001) ^b	Comparación EF/ENF	109 EF y ENF	1986-1988	EEUU	Aversión al riesgo	EF<ENF
Mishra & McConaughy (1999) ^{ab}	Comparación EF/ENF	105 EF y dos conjuntos de ENF	1986-1988	EEUU	Aversión al riesgo	EF<ENF

Autor/es	Objetivo⁵³	Muestra	Período de estudio	País	Argumentos teóricos	Evidencia
Molly et al. (2010)	Heterogeneidad EF	152 EF	1991-2006	Bélgica	Conservar el control familiar, aversión al riesgo, costes de agencia	1ª sucesión (-) 2ª sucesión (+)
Molly et al. (2012)	Heterogeneidad EF	425 EF	2001-2005	Bélgica	Conservar el control familiar, aversión al riesgo, costes de agencia	1ª generación (+) 2ª generación (-)
Molly et al. (2019) ^{ab}	Heterogeneidad EF	327 EF	2007-2008	Bélgica	Conservar el control familiar, SEW	Objetivos familiares a través del órgano de administración (-)
Mulyani et al. (2016)	Comparación EF/ENF	159 EF y 251 ENF	1990-2011	Indonesia	Costes de agencia, conservar el control familiar	EF>ENF
Ntoung et al. (2020)	Comparación EF/ENF	888 EF y ENF	2007-2014	España	Costes de agencia, asimetrías de información, aversión al riesgo	EF<ENF
Poletti-Hughes & Martínez García (2020) ^a	Heterogeneidad EF	187 EF y ENF	2005-2016	Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú	Conservar el control familiar, costes de agencia, SEW	Propiedad (U)
Ramalho et al. (2018) ^a	Comparación EF/ENF	4 752 EF y 4 468 ENF	2006-2012	Portugal	Costes de agencia, asimetrías de información	EF>ENF
Romano et al. (2001)	Determinantes de la estructura de capital	1 059 EF	1996-1997	Australia	Conservar el control familiar, aversión al riesgo	Control (+)
Santos et al. (2014)	Comparación EF/ENF	694 EF y ENF	2002-2006	Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Italia, Países Bajos,	Aversión al riesgo, costes de agencia, asimetrías de información	EF<ENF

Autor/es	Objetivo ⁵³	Muestra	Período de estudio	País	Argumentos teóricos	Evidencia
Schmid (2013)	Comparación EF/ENF	695 EF y ENF	1996-2003	Portugal, España, Suecia, Suiza y Reino Unido Alemania	Aversión al riesgo, asimetrías de información	EF<ENF
Schulze et al. (2003)	Heterogeneidad EF	1 464 EF	1995	EEUU	Aversión al riesgo, asimetrías de información	Propiedad (U)
Segura & Formigoni (2014) ^{ab}	Comparación EF/ENF	356 EF y ENF	2004-2009	Brasil	Costes de agencia, aversión al riesgo	EF<ENF
Setia-Atmaja (2010)	Comparación EF/ENF	78 EF y 238 ENF	2000-2005	Australia	Conservar el control familiar, costes de agencia	EF>ENF
Setia-Atmaja et al. (2009)	Comparación EF/ENF	79 EF y 237 ENF	2000-2005	Australia	Costes de agencia, conservar el control familiar, asimetrías de información	EF>ENF
Thiele & Wendt (2017) ^a	Comparación EF/ENF	691 EF y ENF	2010-2014	Alemania	Costes de agencia, asimetrías de información	EF>ENF
Yousaf et al. (2019) ^{ab}	Comparación EF/ENF	53 EF y 49 ENF	2005-2017	Pakistán	Costes de agencia, conservar el control familiar	EF>ENF

Notas. EF=empresa familiar; ENF=empresa no familiar.

^a Endeudamiento a largo plazo.

^b Endeudamiento a corto plazo.

^c Utiliza el endeudamiento como variable independiente y la definición de empresa familiar como variable dependiente (dummy).

Elaboración propia.

ANEXO 2. FACTORES DETERMINANTES TRADICIONALES DEL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO DE LA EMPRESA FAMILIAR

Autores	Rentabilidad	Liquidez	Tangibilidad de los activos	Edad	Tamaño
Acedo-Ramírez et al. (2017)	–		∅	–	+
Al-Ajmi et al. (2009) ^{ab}	–	–	–		+
Amore et al. (2011) ^b	–		∅	∅	+
Ampenberger et al. (2013) ^a	–		+	+	+
R. C. Anderson & Reeb (2003) ^{ab}	+			∅	+
Bacci et al. (2018)	–		+		–
Baek et al. (2016)	–		+		+
Benkraiem et al. (2018) ^a	∅	–			–
Baixauli-Soler et al. (2021)	–		–	–	–
Bjuggren et al. (2012)	–		+	–	∅
Burgstaller & Wagner (2015)	–	∅	∅	∅	∅
Chua et al. (2011)				∅	+
Coleman & Carsky (1999)	–			–	+
Croci et al. (2011) ^{ab}	–	–	+	–	–
Díaz-Díaz et al. (2016) ^a				–	+
Diéguez-Soto & López-Delgado (2019)	–		+	–	+
ElBannan (2017)	–		+	–	+
González et al. (2013) ^a	–		+	–	+
Gottardo & Moisello (2014)	–	–	–		+
Gottardo & Moisello (2019)		–	+		∅
Keasey et al. (2015) ^a	–		+	Moderación	+
Kharabsheh et al. (2019) ^a	–		+		+
King & Santor (2008)	–			∅	+
Lardon et al. (2017) ^{ab}	∅		+	∅	∅
Lean et al. (2015)	–				+
López-Delgado & Diéguez-Soto (2020)	–			–	+
López-Gracia & Sánchez-Andújar (2007)	–			∅	+
Mbanyele (2020)				+	+

Autores	Rentabilidad	Liquidez	Tangibilidad de los activos	Edad	Tamaño
McConaughy et al. (2001) ^b	+				¿?
Mishra & McConaughy (1999) ^{ab}	∅				
Molly et al. (2010)	-		-		+
Molly et al. (2012)	-		+	∅	∅
Molly et al. (2019) ^{ab}	-		+	-	∅
Mulyani et al. (2016)	-				+
Ntoug et al. (2020)	-			+	+
Poletti-Hughes & Martínez Garcia (2020) ^a	+		+	∅	+
Ramalho et al. (2018) ^a	∅	-	+	-	+
Romano et al. (2001)				∅	+
Santos et al. (2014)	-		+	+	+
Schmid (2013)	-		+	-	+
Schulze et al. (2003)				∅	
Segura & Formigoni (2014) ^{ab}	+		+		-
Setia-Atmaja (2010)	-		+	-	+
Setia-Atmaja et al. (2009)	-		+		+
Thiele & Wendt (2017) ^a	-		+	-	+
Yousaf et al. (2019) ^{ab}	+	-	-		+

Notas. ^a Endeudamiento a largo plazo.

^b Endeudamiento a corto plazo.

∅: relación no significativa.

+: relación significativa directa.

-: relación significativa inversa.

Elaboración propia.

ANEXO 3. VALORACIÓN DEL MODELO GLOBAL⁵⁴

Test de ajustes exactos para el primer modelo estimado

	Valor	HI95	HI99
SRMR	0,019	0,011	0,014
d_{ULS}	0,010	0,004	0,005
d_G	0,002	0,001	0,001

Test de ajustes exactos para el segundo modelo estimado

	Valor	HI95	HI99
SRMR	0,012	0,011	0,013
d_{ULS}	0,011	0,009	0,012
d_G	0,002	0,001	0,002

⁵⁴ Según Henseler et al. (2016), el análisis de la valoración global del modelo se lleva a cabo mediante dos pruebas. La primera establece un valor de SRMR inferior a 0,08 como indicador de buen ajuste, recibiendo el nombre de test del ajuste aproximado del modelo. Por otro lado, el test de ajustes exactos basado en el bootstrap establece que tanto el valor de SRMR como los valores de d_{ULS} y d_G deben estar por debajo del percentil 95 (o 99) del bootstrap (Dijkstra & Henseler, 2015; Henseler, 2017). No obstante, el uso de estos índices está generando controversia, ya que se encuentran en una etapa muy inicial de su desarrollo; e incluso los propios desarrolladores de SmartPLS han incluido una nota de advertencia (<https://www.smartpls.com/documentation/algorithms-and-techniques/model-fit>).