

Empresa familiar y bolsa: análisis de rentabilidad y estrategias de inversión *

*Family business and stock market:
Return analysis and trading strategies*

José Luis Miralles Marcelo **. Universidad de Extremadura

María del Mar Miralles Quirós. Universidad de Extremadura

Inés Lisboa. Instituto Politécnico de Leiria (Portugal)

RESUMEN El objetivo de este estudio consiste en analizar las diferencias en rentabilidad entre las empresas familiares y no familiares cotizadas en la bolsa española durante el periodo 1999-2008. El estudio se completa con un análisis comparado de la exposición frente al riesgo de estos dos tipos de empresa, los beneficios obtenidos de una estrategia de inversión de coste cero basada en estar largo en empresas familiares y corto en empresas no familiares, así como la influencia en los resultados de los efectos fundador y tamaño. Los principales resultados obtenidos contradicen la evidencia empírica previa y señalan la posibilidad de obtener beneficios extraordinarios invirtiendo en empresas familiares de reducido tamaño así como la mayor exposición frente al riesgo de las empresas directamente gestionadas por su fundador. Estos resultados son especialmente relevantes para los inversores tanto individuales como institucionales, para los académicos, así como para los dirigentes de este tipo de empresas.

PALABRAS CLAVE Empresa familiar; Rentabilidad bursátil; Tamaño; Liquidez; Deuda.

ABSTRACT The objective of this study is to analyze return differences between family and non-family firms quoted on the Spanish stock market over the 1999-2008 period. Furthermore, we compare risk exposure for these kinds of firms; the abnormal profits that may be obtained with a zero cost trading strategy based on being long in family firms and short in non-family firms; and the founder and size effects on performance. Our main results indicate the possibility of gaining abnormal profits trading on small family firms and selling non-family firms. We also observe a significant higher beta risk for family businesses directly managed by their founders. These results are especially relevant for institutional and individual investors, for academics, and the professional managers of these companies.

KEYWORDS Family firms; Return; Size; Liquidity; Debt.

* **Agradecimientos:** Deseamos agradecer los valiosos comentarios y sugerencias de los evaluadores de este trabajo que han contribuido notablemente a mejorar la versión original del mismo. Los errores que puedan persistir son de responsabilidad exclusiva de los autores.

** **Dirección para correspondencia:** José Luis Miralles Marcelo, Departamento de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Extremadura, Avda. Elvas s/n, 06071 Badajoz. Tel. +34 924 289510. Correo-e: jlmiralles@unex.es

1. INTRODUCCIÓN

Las empresas familiares desempeñan un importante papel en nuestra economía en términos de creación de riqueza y puestos de trabajo⁽¹⁾. Es por ello que, en los últimos años, dichas compañías están adquiriendo una mayor relevancia e interés dentro del ámbito de la literatura financiera.

Los estudios empíricos publicados han sido mayoritariamente realizados desde un enfoque de finanzas corporativas, centrándose especialmente en el análisis de los conflictos de agencia, estructura corporativa y *performance* financiera (Chami, 2001; Schulze *et al.*, 2001 y 2003; Anderson y Reeb, 2003). Dentro de esta línea de investigación, es preciso destacar los estudios enfocados en el análisis de los resultados y la creación de valor de la empresa familiar frente al resto de empresas cotizadas en bolsa. En general, los trabajos realizados tanto para las compañías cotizadas en el mercado norteamericano (Anderson y Reeb, 2003; Villalonga y Amit, 2006; Miller *et al.*, 2007) como para los mercados europeos (Maury, 2006; Barontini y Caprio, 2006; Pindado *et al.*, 2008; Nieto *et al.* 2009) documentan que la empresa familiar cotizada tiene mejores resultados que la no familiar, aunque dichos resultados varían en función del criterio empleado para definir a la empresa familiar así como el grado de implicación en la gestión del fundador u otros miembros de la familia.

No obstante, en los últimos años han surgido estudios realizados desde un enfoque de mercado que analizan la *performance* bursátil de la empresa familiar en comparación con el resto de compañías cotizadas en el mercado bursátil norteamericano así como en las bolsas de Londres, París y Frankfurt (Gompers *et al.*, 2003; Corstjens *et al.* 2006; Mukherjee y Padgett, 2006; Fahlenbrach, 2009). Aplicando la teoría de gestión de carteras, el objetivo de estos estudios es establecer si los inversores en los mercados bursátiles deberían considerar la estructura de propiedad de las empresas a la hora de definir sus estrategias de inversión en base al binomio rentabilidad-riesgo. Más concretamente, se analiza si los inversores podrían obtener unas rentabilidades superiores seleccionando una cartera en la que la presencia de valores familiares fuese más elevada sin tener que asumir un mayor riesgo por ello.

En este sentido, es preciso señalar que la empresa familiar se ha convertido en los últimos años en un valor refugio en el ámbito de la inversión institucional internacional al demostrar una mayor fortaleza ante la incertidumbre y una trayectoria de rentabilidad y planificación estratégica más coherente para las firmas de análisis. Al mismo tiempo, para los inversores individuales, las empresas cotizadas cuya propiedad es familiar suponen un diferencial de rentabilidad positivo debido a su mayor estabilidad y su visión de largo plazo (Giménez, 2005).

En este contexto, el objetivo del presente artículo consiste en realizar un estudio comparativo entre empresa familiar y no familiar en el mercado bursátil español para

(1) Según las estadísticas del Instituto de Empresa Familiar, antes del comienzo de la crisis financiera internacional, en España más de 2,5 millones de empresas eran familiares, dando empleo al 75% de los trabajadores privados y tenían un total de facturación equivalente al 70% del PIB nacional.

el periodo 1999-2008 desde un enfoque de mercado. Concretamente, analizamos las diferencias en términos de rentabilidad y riesgo entre ambos tipos de empresa y los resultados obtenidos con una estrategia de inversión basada en comprar acciones de empresas familiares y vender acciones de empresas no familiares.

Nuestro trabajo contribuye a la evidencia empírica previa en diversos aspectos. En primer lugar, el presente estudio es el primero que, con un objetivo de inversión, se centra en el análisis de la *performance* bursátil de las empresas familiares cotizadas en el mercado español. Consideramos en este sentido que la ampliación de la evidencia empírica internacional empleando bases de datos de otros mercados distintos a aquellos de mayor dimensión contribuye a proporcionar una explicación coherente y unificada del fenómeno objeto de estudio y que los resultados obtenidos no sean consecuencia de problemas de *data-mining* (Lo y Mackinlay, 1990). Por otro lado, el presente estudio complementa los estudios previos sobre la *performance* financiera de las empresas familiares españolas realizados por Pindado *et al.* (2008) y Nieto *et al.* (2009).

En relación a la metodología de estudio empleada, aplicamos el análisis de carteras de serie temporal propuesto por Gompers *et al.* (2003), Mukherjee y Padgett (2006), Corstjens *et al.* (2006) y Fahlenbrach (2009). Dichos autores emplean tres modelos relevantes en la valoración de activos para el análisis de la rentabilidad ajustada al riesgo de las empresas familiares: el modelo de mercado (Sharpe, 1964), el modelo de tres factores de Fama y French (1993) y el modelo de cuatro factores de Carhart (1997). No obstante, atendiendo a las características de la empresa familiar y teniendo en cuenta la evidencia empírica previa sobre valoración de activos para el mercado español, ampliamos la metodología propuesta con la inclusión de otros tres modelos de valoración alternativos caracterizados por la inclusión de una variable *momentum* alternativa al factor de Carhart (1997), un factor de riesgo asociado a la iliquidez agregada del mercado y un factor asociado a la intensidad de la deuda. Adicionalmente, hemos realizado un análisis de datos de panel sobre los activos individuales de la muestra que corroboran los resultados obtenidos con el empleo de la metodología tradicional en el estudio de la *performance* de carteras de inversión.

Los principales resultados obtenidos nos indican que son las empresas familiares de reducido tamaño las que obtienen una rentabilidad ajustada al riesgo significativamente superior a la obtenida por las empresas no familiares cotizadas en el mercado español. Por lo que la estrategia de inversión de coste cero resulta rentable en estos casos. Al mismo tiempo, son las empresas dirigidas por su fundador las que tienen un nivel de riesgo beta más elevado, mientras que el resto de empresas familiares presentan una actitud frente al riesgo de mercado más defensiva y significativamente distinta al de resto de empresa del mercado.

Los resultados obtenidos en el presente estudio son relevantes para los inversores, investigadores y gestores de este tipo de empresas. Desde una perspectiva teórica, es preciso señalar que nuestros resultados contradicen la hipótesis de eficiencia en los mercados, según la cual no es posible obtener un beneficio extraordinario atendiendo a la propiedad y tamaño de las empresas cotizadas. Desde una perspectiva práctica,

los resultados obtenidos pueden tener importantes implicaciones para la gestión de carteras, la medida del coste de capital de las empresas y medidas de *performance*.

El resto del artículo se estructura en cinco secciones. En la sección dos se describen el concepto y las características de la empresa familiar y se señalan la motivación y las hipótesis del presente estudio. En la sección tres se describe la estructura de la muestra. En la sección cuatro se presenta la metodología empleada. En la sección cinco se muestran los principales resultados obtenidos. Finalmente, en la sección seis se presentan las conclusiones que derivan del conjunto del trabajo.

2. CONTEXTO TEÓRICO E HIPÓTESIS DE ESTUDIO

2.1. CONCEPTO DE EMPRESA FAMILIAR

Las empresas familiares están presentes en todas partes del mundo, jugando un papel importante en la economía mundial (Chami, 2001; Nieto *et al.*, 2009). Sin embargo, este tema ha recibido tradicionalmente poca atención debido a dos motivos fundamentales: a la dificultad en obtener información sobre las empresas familiares, generalmente menos transparentes que el resto de empresas (Giménez, 2005), así como a las diferentes definiciones de empresa familiar que se pueden dar (Villalonga y Amit, 2006).

TABLA 1
DEFINICIÓN DE EMPRESA FAMILIAR EMPLEADA EN LA LITERATURA EMPÍRICA

<i>Autores</i>	<i>Periodo</i>	<i>Mercado</i>	<i>Definición de Empresa Familiar</i>
<i>Anderson y Reeb (2003)</i>	1992-1999	EE.UU.	Son aquellas empresas cuya familia fundadora es la propietaria y/o existen miembros familiares en el consejo de administración.
<i>Barontini y Caprio (2006)</i>	1999-2001	11 mercados europeos	Son aquellas empresas cuya familia es la propietaria mayoritaria teniendo al menos el 10% de los derechos de propiedad y control y el 51% de los derechos de voto.
<i>Corstjens et al. (2006)</i>	1993-2002	Alemania, Francia y Reino Unido	Son aquellas empresas en las que una única familia controla por lo menos el 20% de la propiedad.
<i>Faccio y Lang (2002)</i>	1996-1999	13 mercados europeos	Son aquellas empresas cuya familia tiene más del 20% de la propiedad o el control.
<i>Fahlenbrach (2009)</i>	1992-2002	EE.UU.	Son aquellas empresas cuyo fundador o co-fundador asumen el cargo de director ejecutivo.
<i>La Porta et al. (1999)</i>	1995-1997	27 mercados	Son aquellas empresas cuya familia tiene al menos el 20% de los derechos de voto directos o indirectos.
<i>Miller et al. (2007)</i>	1996-2000	EE.UU.	Son aquellas empresas en las que existen varios miembros de la misma familia como propietarios mayoritarios o gestores.
<i>Mukherjee y Padget (2006)</i>	2000-2005	Reino Unido	Son aquellas empresas cuya familia tienen al menos el 30% de la propiedad y un miembro en el consejo de administración.
<i>Nieto et al. (2009)</i>	2004-2005	15 mercados europeos	Son aquellas empresas en las que existe un accionista principal o más de dos con el mismo apellido que tienen por lo menos el 25% de la propiedad y la familia está representada en el consejo de administración por al menos un miembro.
<i>Sraer y Thesmar (2007)</i>	1994-2000	Francia	Son aquellas empresas cuyo fundador o miembro familiar tiene por lo menos el 20% de la propiedad.
<i>Villalonga y Amit (2006)</i>	1994-2000	EE.UU.	Son aquellas empresas cuyo fundador u otro miembro de la familia es el gestor ejecutivo o director del consejo de administración con al menos el 5% de la propiedad.

En la tabla 1 presentamos la definición de empresa familiar aportada por los estudios más influyentes sobre el análisis de la *performance* financiera y bursátil de este tipo de empresa. Como podemos observar, dos elementos fundamentales están presentes en toda definición: propiedad y control. No obstante, en el presente trabajo aplicamos una definición de empresa familiar basada fundamentalmente en el control familiar de la empresa. Esto es debido a la ausencia de consenso sobre cuál debe ser el porcentaje de propiedad a tener en cuenta a la hora de clasificar una empresa como familiar y a que consideramos que cuando la familia está presente en el consejo de administración sus propios intereses estarán salvaguardados (Anderson y Reeb, 2003 y Miller *et al.* 2007).

2.2. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN E HIPÓTESIS

Las empresas familiares no sólo difieren de las empresas no familiares en su propiedad y control. También presentan una serie de ventajas e inconvenientes que han de ser tenidos en cuenta en el presente estudio.

Por un lado, las empresas familiares son únicas en términos de estructura de propiedad, liderazgo y evolución dinámica (Van de Berghe y Carchon, 2003). Los fundadores de la empresa familiar proporcionan unas habilidades únicas y un valor añadido a la empresa ya que la ven como una extensión de su riqueza (Anderson y Reeb, 2003). Más aún, si su objetivo es que la empresa pase a sus sucesivas generaciones, las decisiones han de tomarse para horizontes temporales a más largo plazo que las empresas no familiares. Por lo tanto, la miopía de los gestores por obtener resultados a corto plazo es prácticamente inexistente en este tipo de empresas (Chami, 2001; Schulze *et al.*, 2003). La estabilidad de la empresa familiar es importante para el desarrollo de la lealtad y facilidad de comunicación entre todos los empleados (Aronoff y Ward, 1996; Anderson y Reeb, 2003, Nieto *et al.*, 2009). El altruismo es también una de las facetas típicas de las empresas familiares y contribuye a incrementar la *performance* de la compañía (Schulze *et al.*, 2001).

Por otro lado, la empresa familiar presenta otro tipo de problemas que limitan su crecimiento y su permanencia futura. Los miembros de la familia forman parte de la gestión de la empresa debido a los lazos familiares que les atan en detrimento de su mejor conocimiento del trabajo, el mercado y la empresa (Aronoff y Ward, 1996). Esta situación provoca conflictos de agencia entre grupos de inversores: inversores mayoritarios y minoritarios, especialmente en relación a la ausencia de disciplina exterior y monitorización (Schulze *et al.*, 2001). Otros conflictos de agencia son: entre la familia, debido a la falta de entendimiento entre lazos familiares y relaciones empresariales (Schulze *et al.*, 2001), y entre miembros de la familia en el equipo de gestión y otros empleados cuando estos últimos ven limitadas sus opciones de avanzar en la empresa aun a pesar de estar más preparados y tener más experiencia (Schulze *et al.*, 2001). Con el objetivo de mantener el nombre de la familia y la reputación, la familia puede ser reticente a nuevos e innovadores inversores (Daily y Dollinger, 1991).

Estas peculiares características de las empresas familiares pueden causar impacto en la percepción que el mercado y los propios inversores tienen de la misma. En definitiva, el precio y la rentabilidad de la empresa familiar cotizada se pueden ver afectados por ello. En este sentido, planteamos nueve hipótesis de estudio que describimos a continuación.

Concretamente, Corstjens *et al.* (2006), Mukherjee y Padgett (2006) y Fahlenbrach (2009) documentan que las empresas familiares exhiben una rentabilidad anormal comparadas con las empresas no familiares. Por otro lado, Oswald y Jahera (1991) y Gompers *et al.* (2003) documentaron que el exceso de rentabilidad de las empresas familiares está positivamente relacionado con el porcentaje de propiedad familiar. Dado que en una empresa familiar el porcentaje de propiedad familiar es elevado, el mercado debe compensar a los inversores por su elevado potencial de crecimiento así como el elevado riesgo asumido.

Hipótesis 1: Las empresas familiares baten en el mercado a las empresas no familiares.

Por otro lado, la empresa familiar no se ve tan afectada por el entorno macroeconómico como el resto de empresas que cotizan en el mercado bursátil. En cambio, si se ve más afectada por sus propias singularidades. En este sentido, cabe destacar que las perspectivas a largo plazo y la eficiencia en la toma de decisiones en el seno de la empresa familiar le permite incrementar su rentabilidad (Chami, 2001). No obstante, su comportamiento pasivo en relación con las decisiones de inversión, su potencial menor diversificación, su aversión a tomar riesgos y la expropiación de la riqueza de los inversores minoritarios incrementa su incertidumbre. Por tanto, es previsible que la evolución bursátil de las empresas familiares no sea tan próxima a la evolución del mercado como en el caso de las empresas no familiares y que puedan existir diferencias en términos de sensibilidad frente al riesgo de mercado entre ambos tipos de empresas.

Hipótesis 2.1: La sensibilidad de las empresas familiares al riesgo de mercado es más reducida que para las empresas no familiares.

Villalonga y Amit (2006) documentaron que las empresas familiares son en media más pequeñas que las empresas no familiares. Compañías más pequeñas experimentan mayores problemas financieros e ineficiencias en el desarrollo del negocio (Fama y French, 1993). Debido al incremento de los riesgos, la rentabilidad de las empresas pequeñas también se incrementa para compensar a sus inversores.

Hipótesis 2.2: La sensibilidad de las empresas familiares al factor de riesgo tamaño es más elevada que para las empresas no familiares.

Uno de los objetivos primordiales del fundador de una empresa familiar es que la compañía pase a sus herederos. Por tanto, se espera que estos activos se mantengan durante un mayor tiempo en el mercado. Esto podría significar un mayor ratio *book-to-market* en comparación con el resto de empresas cotizadas. Las compañías altamente desarrolladas tienen menos oportunidades de crecimiento y mayores problemas de insolvencia (Fama y French, 1993).

Hipótesis 2.3: La sensibilidad de las empresas familiares al factor de riesgo book-to-market será más elevada que para las empresas no familiares.

La información acerca de las empresas familiares es menos transparente debido a la concentración de propiedad y control por parte de las familias (Heflin y Shaw, 2000). Por tanto, los inversores pueden reaccionar tarde a la nueva información sobre dichas empresas, permitiendo la persistencia a corto plazo en la rentabilidad bursátil de las mismas. Por otro lado, este efecto se espera que no sea significativo en las empresas no familiares.

Hipótesis 2.4: La sensibilidad de las empresas familiares al factor de riesgo momentum será más elevada que para las empresas no familiares.

La baja transacción de los títulos de las empresas familiares les puede provocar dificultades de negociar grandes cantidades a bajo coste en el corto plazo sin que afecte a variaciones en el precio (Mínguez y Martín, 2004). Además, estos activos son más ilíquidos y más sensibles a la iliquidez del mercado, permitiendo incrementos en las rentabilidades y decrecimientos en los precios (Amihud, 2002; Pastor y Stambaugh, 2003).

Hipótesis 2.5: La sensibilidad de las empresas familiares al factor de riesgo liquidez es más elevada que para las empresas no familiares.

Por término medio, las empresas familiares son más pequeñas y sus activos son menos líquidos. Esto les permite buscar capital externo en forma de deuda que les permita crecer y mantenerse en el largo plazo (Anderson y Reeb, 2003). Además, la intensidad de la deuda es un importante mecanismo externo para controlar los conflictos de agencia que pueden ocurrir en estas compañías (Burkart *et al.*, 2003). Por tanto, la intensidad de la deuda debe ser más importante para las empresas familiares que para las empresas no familiares.

Hipótesis 2.6: La sensibilidad de las empresas familiares al factor de riesgo de la deuda es más elevada que para las empresas no familiares.

El análisis de la influencia del fundador en los niveles de *performance* financiera de la empresa familiar han sido ampliamente estudiados por la literatura financiera (Villalonga y Amit, 2006 y 2010; Adams *et al.*, 2009; Hillier y McColgan, 2009; Hamidi, 2011). Teniendo en cuenta los resultados obtenidos por estos estudios, es razonable pensar que las empresas directamente gestionadas por su propio fundador presenten características diferenciales frente a otras empresas familiares ya consolidadas y que dichas diferencias muestren resultados distintos en el análisis de su *performance* bursátil.

Hipótesis 3: Las empresas familiares directamente gestionadas por su fundador obtienen una mayor rentabilidad que el resto de empresas cotizadas en el mercado.

Por último, la empresa familiar por término medio presenta un nivel de capitalización bursátil inferior al de resto de empresas cotizadas en bolsa. Este hecho, unido a la evidencia en los mercados bursátiles del conocido como «efecto tamaño» que documenta

que las empresas de reducida capitalización bursátil obtienen una mayor rentabilidad que el resto de empresas cotizadas, nos motiva a pensar que los resultados positivos en relación a la *performance* bursátil están concentrados en el conjunto de empresas familiares de menor tamaño en el mercado.

Hipótesis 4: Las empresas familiares de menor capitalización bursátil obtienen una mayor rentabilidad que el resto de empresas cotizadas en el mercado.

3. MUESTRA DE ESTUDIO

La muestra de empresas empleadas en el presente estudio está formada por aquellas cotizadas en el mercado bursátil español durante el periodo temporal comprendido entre enero de 1999 y diciembre de 2008.

Dado que nuestro principal interés es la determinación del carácter familiar de las empresas cotizadas en el mercado bursátil español, es imprescindible identificar en primer lugar las cadenas de propiedad de forma que podamos definir de forma razonable la naturaleza del propietario, debido a la existencia en la mayoría de las empresas de estructuras de propiedad complejas (Santana y Aguiar, 2006)⁽²⁾.

Una vez identificada la propiedad de las empresas que forman parte de la muestra, el segundo paso es definir el carácter familiar de las mismas. En este sentido, y como hemos puesto de manifiesto en el apartado anterior, consideramos que una empresa es familiar cuando una familia está representada en el consejo de administración. Por tanto, para clasificar las empresas cotizadas como familiares o no familiares ha sido necesario el análisis de la composición de los consejos de administración, de tal forma que en el caso de que se detectasen coincidencias de apellidos entre esos miembros podríamos suponer que es una familia la que se encuentra al frente de dicha empresa. Para realizar este análisis ha sido necesaria, además de la información suministrada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), consultar la base de datos SABI así como *Amadeus database* y *Reuters*.

En cuanto a la información financiera de cada compañía cotizada, esta ha sido obtenida de la base de datos *DataStream*. Concretamente, el precio de cierre y volumen de negociación diario de los activos, así como el nivel de capitalización bursátil y ratio *book-to-market* mensual. Por último, la rentabilidad mensual de las Letras del Tesoro a un año, representativa de la rentabilidad de un activo libre de riesgo, ha sido obtenida de los Boletines Estadísticos del Banco de España.

(2) No obstante, hay que tener en cuenta que en la mayoría de las empresas es imposible delimitar con absoluta certeza y seguridad el porcentaje de propiedad en manos de cada uno de los grupos involucrados y, aún suponiendo que la propiedad de las acciones pudiese ser determinada con exactitud, todavía existirían dudas sobre quién controla la empresa (Galve y Salas, 1994). De esta forma, ha sido necesario eliminar de la muestra aquellas empresas en las que no fue posible definir de forma adecuada el último eslabón de la propiedad.

TABLA 2
PROPIEDADES DE LAS EMPRESAS FAMILIARES Y NO FAMILIARES

Para cada uno de los años de estudio presentamos el número de empresas familiares y no familiares incluidas en la muestra, la rentabilidad mensual obtenida por cada conjunto de empresa y la diferencia entre ambos, así como su tamaño medio medido por su nivel de capitalización bursátil y presentado en millones de euros.

Año	Nº Empresas		Rentabilidad			Capitalización		
	Familiar	No Familiar	Familiar	No Familiar	Dif.	Familiar	No Familiar	Dif.
1999	50	62	-0,332	-0,756	0,424	78.174	177.063	-98.889*
2000	54	68	-0,344	-0,250	-0,094	100.106	268.115	-168.009*
2001	56	72	0,723	0,554	0,169	103.013	272.522	-169.509*
2002	60	76	-0,404	0,006	-0,410	105.550	227.216	-216.661*
2003	61	77	2,507	2,098	0,409	101.232	227.272	-126.040*
2004	58	78	1,602	2,079	-0,477	120.821	287.490	-16.666*
2005	59	76	2,901	2,528	0,373	166.096	346.262	-180.166*
2006	54	74	3,254	3,326	-0,072	214.380	380.215	-358.777*
2007	57	74	-0,602	-0,632	0,030	256.278	477.668	-221.390*
2008	62	74	-4,765	-4,616	-0,149	181.912	404.115	-222.203*
Media	57	73	0,454	0,434	0,020	142.756	306.794	-164.038*

* Representa significatividad estadística al 1% de diferencia de medias.

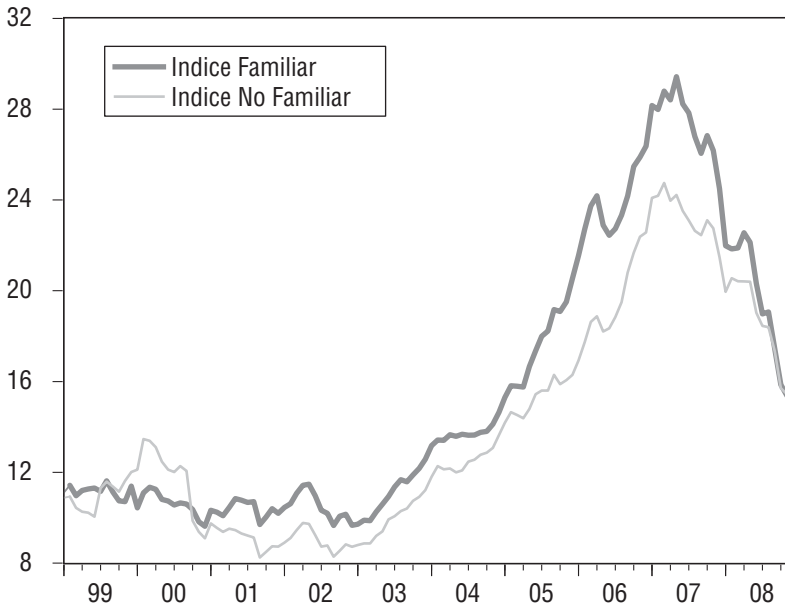
En la tabla 2 podemos observar el número de empresas familiares y no familiares incluidas en la muestra por años de estudio. En promedio, contamos para nuestra muestra con 130 compañías que cotizan en el mercado bursátil español de las cuales aproximadamente el 44% son empresas familiares. Resultados que son similares a los obtenidos previamente por La Porta *et al.* (1999), Faccio y Lang (2002) y Galve y Salas (2003).

En dicha tabla 2 también presentamos la rentabilidad promedio obtenida por cada conjunto de empresas. En primer lugar ha sido calculada la rentabilidad mensual para cada una de las empresas consideradas en la muestra a través de la diferencia logarítmica entre los precios de cierre del último día de cotización correspondiente a dos meses consecutivos. Posteriormente, ha sido calculada la rentabilidad media mensual para cada conjunto de empresas, familiares y no familiares, presentando en la tabla 2 la media para cada año de estudio así como la rentabilidad promedio obtenida para todo el periodo temporal y la diferencia entre grupos. Por último, presentamos el nivel de capitalización bursátil de cada uno de los dos grupos de empresas considerados. Concretamente, presentamos el valor bursátil promedio por cada año de estudio así como para el periodo temporal completo y la diferencia entre grupos.

Como podemos observar, si bien el nivel de rentabilidad obtenido por las empresas familiares no es monótonamente superior al de empresas no familiares, sino que depende de los años de estudio, el nivel de capitalización bursátil es claramente inferior en el caso de la empresa familiar y para todos los años de estudio, siendo dicha diferencia estadísticamente significativa a un nivel de confianza del 99%. Aspecto, este último que deberá ser tenido en cuenta en el apartado empírico.

GRÁFICO 1
EMPRESA FAMILIAR VS. EMPRESA NO FAMILIAR

Evolución temporal de los índices representativos de las empresas familiares y no familiares que cotizan en el mercado bursátil español durante el periodo comprendido entre 1999 y 2008.



Como podemos apreciar en el gráfico 1, la evolución de las empresas familiares y no familiares en bolsa ha seguido un comportamiento ascendente, siendo prácticamente para todo el periodo muestral superior para las empresas familiares. Estos resultados son similares a los obtenidos previamente por Corstjens *et al.* (2006) para la bolsa francesa.

4. METODOLOGÍA

La metodología empleada en el presente estudio se divide en dos partes claramente diferenciadas. En primer lugar, y siguiendo los estudios sobre la evaluación de la gestión de carteras, realizamos un análisis de serie temporal sobre diversas carteras de inversión con el objeto de estimar su rentabilidad ajustada al riesgo así como su exposición a diferentes factores de riesgo. Concretamente, son analizados los resultados, en términos de rentabilidad y riesgo, obtenidos por tres carteras de inversión: una cartera formada por las empresas consideradas familiares que cotizan en bolsa durante el periodo de estudio; otra cartera formada por las empresas no familiares; y una tercera cartera que constituye a su vez una estrategia de inversión activa de coste cero y que consiste en estar largo en empresas familiares y corto en empresas no familiares.

El trabajo empírico es completado con un análisis de datos de panel sobre los activos individuales de la muestra con el que directamente analizamos la influencia del con-

trol familiar en la empresa sobre las rentabilidades bursátiles y si el mercado premia dicho tipo de actuación. Este tipo de análisis, ampliamente empleado en los estudios de finanzas corporativas, tiene además la finalidad de servir de contraste de robustez al anteriormente propuesto.

4.1. ANÁLISIS DE SERIE TEMPORAL

Una vez elegida la cartera de inversión, los gestores deben enfrentarse a la evaluación de su gestión. La técnica más habitual es utilizar medidas de *performance* que evalúen la rentabilidad obtenida corregida por el riesgo soportado. Para ello, partimos de los modelos de valoración de activos más ampliamente empleados por la evidencia empírica previa a nivel internacional. Los modelos seleccionados son complementarios y, por tanto, alternativos para comprobar la viabilidad de los resultados así como para entender qué factores son más relevantes a la hora de explicar el exceso de rentabilidad de cada tipo de entidad. Los modelos propuestos son los que presentamos a continuación.

Modelo 1: Modelo de Mercado

El modelo de mercado, propuesto por Sharpe (1964) y desarrollado por Lintner (1965), Treynor (1965) y Black *et al.* (1972), argumenta que el riesgo de mercado es el único factor relevante para explicar las rentabilidades de las carteras de activos. Por tanto, los inversores pueden crear una cartera bien diversificada eliminando el riesgo específico de los activos, siendo el modelo propuesto:

$$r_{pt} = \alpha_p + \beta_p r_{mt} + \varepsilon_{pt} \quad (1)$$

donde r_{pt} es la rentabilidad de la cartera de inversión p en el mes t y r_{mt} es la rentabilidad proporcionada por el mercado para el mismo periodo de tiempo, ambos en exceso sobre el activo libre de riesgo. Los coeficientes a estimar α_p y β_p representan respectivamente la rentabilidad ajustada al riesgo obtenida por la cartera de inversión p y el nivel de riesgo beta o sensibilidad de la cartera de inversión p asociada a la evolución del mercado.

El objetivo de este análisis consiste en calcular los coeficientes α_p y β_p para tres carteras de inversión claramente diferenciadas: una primera cartera formada por las empresas familiares; otra cartera formada por las empresas no familiares; y una tercera cartera representativa de una estrategia activa de inversión que consiste en estar largo en empresas familiares y corto en empresas no familiares constituida, por tanto, por la diferencia de rentabilidad entre las dos carteras anteriormente mencionadas.

Esta metodología ha sido la comúnmente empleada para la evaluación de la *performance* de las carteras de inversión. Sin embargo, en la práctica dicha metodología se ha generalizado empleando modelos de múltiples betas que ajusten mejor las rentabilidades de las carteras de inversión evaluadas. Es por ello que además del presente modelo de mercado, empleamos también otros modelos tradicionales de valoración como son el modelo de tres factores de Fama y French (1993) y el modelo de cuatro factores de Carhart (1997). No obstante, también hemos propuestos nuevos modelos en los que incorporamos adicionales factores de riesgo que tengan una mayor capacidad explicativa sobre

la rentabilidad de estrategias de selección de carteras asociadas a la consideración del control familiar en las empresas cotizadas.

Modelo 2: Modelo de tres factores de Fama y French

Fama y French (1993) crean el modelo de tres factores en el que, además del factor de riesgo de mercado, los autores añaden dos factores de riesgo adicionales relacionados con el tamaño y el ratio *book-to-market*, cuya formulación es:

$$r_{pt} = \alpha_p + \beta_p r_{mt} + s_p SMB_t + h_p HML_t + \varepsilon_{pt} \quad (2)$$

donde SMB (*small minus big*) es el factor tamaño, formado por la diferencia de rentabilidad entre el 30% de compañías con menor nivel de capitalización bursátil y el 30% de compañías con mayor nivel de capitalización bursátil; mientras que HML (*high minus low*) representa al factor *book-to-market*, medido por la diferencia de rentabilidades entre el 30% de compañías con mayor ratio y el 30% de compañías con menor ratio.

El empleo del modelo de Fama y French (1993) nos permite estimar el coeficiente α_p ajustado a los tres factores de riesgo considerados y los coeficientes α_p , s_p y h_p que miden la sensibilidad de la cartera de inversión p a los factores de riesgo considerados.

Modelo 3: Modelo de cuatro factores de Carhart

Carhart (1997) añade un cuarto factor al modelo de Fama y French (1993). El factor WML (*winners minus losers*) mide la persistencia en la *performance* a corto plazo y es calculado por la diferencia entre la media equiponderada del 30% de los activos con el mayor y menor ratio durante los once meses previos al mes anterior. La formulación del modelo es:

$$r_{pt} = \alpha_p + \beta_p r_{mt} + s_p SMB_t + h_p HML_t + p_p WML_t + \varepsilon_{pt} \quad (3)$$

donde α_p es el coeficiente alfa que mide la rentabilidad ajustada a los cuatro factores de riesgo considerados y los coeficientes β_p , s_p , h_p y p_p representan la sensibilidad de la cartera de inversión p a los cuatro factores de riesgo considerados.

Modelo 4: Modelo con variable momentum

Es preciso tener en cuenta que el efecto *momentum* está influido por el tamaño de los activos, la muestra y el periodo temporal de análisis (Menéndez, 2000; Miralles y Miralles, 2003). Para muestras pequeñas, la utilización de carteras diversas puede causar inferencia en los resultados. Por tanto, como alternativa al factor WML empleamos la variable *momentum* (Mom), calculada a partir de la media mensual de la rentabilidad equiponderada de los once meses previos al mes anterior. Esta variable es añadida al modelo de tres factores de Fama y French (1993), quedando la siguiente expresión:

$$r_{pt} = \alpha_p + \beta_p r_{mt} + s_p SMB_t + h_p HML_t + \zeta_p Mom_t + \varepsilon_{pt} \quad (4)$$

donde α_p es el coeficiente alfa que mide la rentabilidad ajustada a los cuatro factores de riesgo considerados y los coeficientes β_p , s_p , h_p y ζ_p representan la sensibilidad de la cartera de inversión p a los cuatro factores de riesgo considerados.

Modelo 5: Modelo con factor de iliquidez

Más recientemente, los investigadores encuentran necesario incluir un factor de riesgo de iliquidez para explicar el exceso de rentabilidad de los activos y que incrementa el poder explicativo de los anteriores modelos ⁽³⁾. También en el estudio de la empresa familiar, Rojo (2009) ha señalado la vital importancia de la liquidez para una adecuada valoración de este tipo de empresas.

Siguiendo los trabajos previos para el mercado bursátil español realizados por Martínez *et al.* (2005) y Miralles y Miralles (2006) y sobre valoración económica de la empresa familiar por Rojo (2009), introducimos en nuestro estudio un nuevo factor de riesgo basado en la iliquidez agregada del mercado, $Iliq_t$, basado en el ratio de iliquidez de Amihud (2002) que incluido en el modelo de cuatro factores de Carhart (1997) o en el modelo *momentum*, el que proporcione mayor poder explicativo, nos quedará:

$$r_{pt} = \alpha_p + \beta_p r_{mt} + s_p SMB_t + h_p HML_t + p_p WML_t (\zeta_p Mom_t) + \tau_p Iliq_t + \varepsilon_{pt} \quad (5)$$

donde α_p es el coeficiente alfa que mide la rentabilidad ajustada a los cinco factores de riesgo considerados y los coeficientes β_p , s_p , h_p , p_p , (ζ_p) , y τ_p representan la sensibilidad de la cartera de inversión p a los cinco factores de riesgo considerados.

Modelo 6: Modelo con factor de deuda

Finalmente, incluimos un factor de riesgo basado en la intensidad de la deuda del mercado (*Debt*) calculado como la media mensual del ratio entre la deuda y el valor de mercado de cada activo. La deuda tiene dos importantes implicaciones: solucionar los conflictos de agencia y facilitar el crecimiento de los activos, especialmente para los más pequeños. Es por estos dos motivos por los que resulta especialmente importante su consideración dentro del análisis de la *performance* bursátil de la empresa familiar, siendo el modelo finalmente propuesto:

$$r_{pt} = \alpha_p + \beta_p r_{mt} + s_p SMB_t + h_p HML_t + p_p WML_t (\zeta_p Mom_t) + \tau_p Iliq_t + \gamma_p Debt_t + \varepsilon_{pt} \quad (6)$$

donde α_p es el coeficiente alfa que mide la rentabilidad ajustada a los seis factores de riesgo considerados y los coeficientes β_p , s_p , h_p , p_p , (ζ_p) , τ_p y γ_p representan la sensibilidad de la cartera de inversión p a los seis factores de riesgo considerados.

(3) A los inversores no sólo les concierne el riesgo y las características de los activos, sino también la iliquidez de los mercados y de los activos. La iliquidez denota que los inversores pueden no tener la oportunidad de negociar grandes cantidades rápidamente sin que se vea afectado el precio de los activos (Amihud, 2002; Pastor y Stambaugh, 2003; Acharya y Pedersen, 2005).

Como podemos observar, los seis modelos considerados nos permiten estimar dos tipos de coeficientes: en primer lugar, un coeficiente alfa representativo de la rentabilidad ajustada al riesgo obtenida por la cartera de inversión seleccionada; en segundo lugar, una familia de coeficientes que representan la sensibilidad de dicha cartera de inversión al riesgo considerado (riesgos de mercado, tamaño, *book-to-market*, *momentum*, liquidez y deuda). Esto implica la posibilidad de obtener resultados que nos permitan contrastar las hipótesis descritas en el apartado dos del presente estudio. El análisis del coeficiente alfa nos permite contrastar la hipótesis 1, mientras que el análisis del resto de coeficientes nos permitirán contrastar las hipótesis 2.1, 2.2, 2.3, 2.4, 2.5 y 2.6 en función de los factores de riesgo incorporados en cada modelo⁽⁴⁾.

El empleo de estos seis modelos alternativos tiene una doble finalidad: contribuye a dar robustez a los resultados al tiempo que nos permite comparar dichos modelos y especificar cual de ellos explica mejor las rentabilidades de las carteras de inversión consideradas.

Por último, el análisis de las hipótesis 3 y 4 asociadas a los comúnmente denominados «efecto fundador» y «efecto tamaño» podrán ser realizados aplicando esta misma metodología. En el caso del «efecto fundador», el objetivo del estudio es analizar si se obtienen mejores resultados en términos de rentabilidad y riesgo invirtiendo en empresas familiares directamente gestionados por su propio fundador. Para ello será preciso analizar los resultados obtenidos con una estrategia de inversión basada en invertir en una cartera formada por aquellos activos del mercado que reúnen dicho requisito.

Por otro lado, en el caso del «efecto tamaño», el objetivo del estudio es analizar si se obtienen mejores resultados invirtiendo, dentro del conjunto de empresas directamente gestionadas por una familia, en aquellas que tienen un menor nivel de capitalización bursátil y por tanto más perspectivas de crecimiento futuro. Para ello será preciso analizar la *performance* bursátil, mediante la metodología anteriormente descrita, de los resultados obtenidos invirtiendo en una cartera formada con el decil de compañías con menor nivel de capitalización bursátil dentro del conjunto de empresas familiares.

4.2. ANÁLISIS CON DATOS DE PANEL

Con el objeto de analizar el efecto individual del control familiar sobre las rentabilidades bursátiles de las empresas cotizadas, proponemos un análisis con datos de panel en el que modelo a estimar es el siguiente:

$$\begin{aligned}
 r_{it} &= \alpha_i^{NF} + \beta_i^{NF} r_{mt} + s_i^{NF} SMB_t + h_i^{NF} HML_t + p_i^{NF} WML_t (\zeta_i^{NF} Mom_t) + \tau_i^{NF} Iliq_t + \gamma_i^{NF} Debt_t \\
 FD_i[\alpha_i^F + \beta_i^F r_{mt} + s_i^F SMB_t + h_i^F HML_t + p_i^F WML_t (\zeta_i^F Mom_t) + \tau_i^F Iliq_t + \gamma_i^F Debt_t] + \epsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{7}$$

donde FD_i es una variable dicotómica que toma el valor uno cuando el activo i corresponde a una empresa familiar y cero en caso contrario.

(4) De esta manera, cada vez que introducimos un factor de riesgo adicional en cada uno de los modelos descritos estamos considerando una nueva hipótesis de estudio, pero sin limitar a que cada hipótesis esté condicionada a un modelo específico.

En esta especificación el coeficiente α_i^{NF} mide la rentabilidad ajustada al riesgo obtenida por los títulos no familiares, mientras que las diferencias en rentabilidad vienen medidas por el coeficiente α_i^F . Por tanto, la suma de los coeficientes $\alpha_i^{NF} + \alpha_i^F$ nos indica la rentabilidad ajustada al riesgo que obtienen los títulos de las empresas familiares. Es importante especificar en este sentido que en estos modelos con interacciones, la significatividad conjunta de la suma de dos coeficientes, como es el caso de las empresas familiares, debe contrastarse con un test de restricciones lineales.

Por otro lado, el coeficiente β_i^{NF} mide la exposición frente al riesgo de mercado de los títulos no familiares, la suma de los coeficientes $\beta_i^{NF} + \beta_i^F$ nos indica la sensibilidad frente al riesgo de mercado de los títulos de empresas familiares, mientras que la diferencia en términos de sensibilidad frente al riesgo de mercado entre empresas familiares y no familiares viene medido por el coeficiente β_i^F . Este mismo argumento es el que empleamos para el resto de factores de riesgo considerados.

5. RESULTADOS

Como primer paso dentro del análisis de los resultados obtenidos, presentamos en la tabla 3 las propiedades de las variables y factores de riesgo considerados en el presente estudio.

TABLA 3
PROPIEDADES DE LOS FACTORES DE RIESGO

En el Panel A presentamos los estadísticos descriptivos (media, mediana, máximo, mínimo, desviación típica, coeficiente de asimetría y coeficiente de curtosis) y en el Panel B los coeficientes de correlación de los factores de riesgo incluidos en el estudio: Rentabilidad del mercado (*Rm*), factor tamaño (*SMB*), factor book-to-market (*HML*), factor momentum (*WML*), variable momentum (*Mom*), factor de iliquidez agregada del mercado (*Iliq*) e intensidad de la deuda del mercado (*Debt*).

Panel A: Estadísticos Descriptivos							
	<i>Rm</i>	<i>SMB</i>	<i>HML</i>	<i>WML</i>	<i>Mom</i>	<i>Iliq</i>	<i>Debt</i>
<i>Media</i>	-0,002	0,001	-0,009	0,607	0,073	0,229	0,001
<i>Mediana</i>	0,004	0,001	-0,007	0,593	0,039	0,206	0,001
<i>Máximo</i>	0,158	0,079	0,073	1,294	0,503	0,634	0,002
<i>Mínimo</i>	-0,173	-0,076	-0,136	0,412	-0,634	0,040	0,001
<i>Desv. Típica</i>	0,057	0,030	0,031	0,121	0,215	0,140	0,000
<i>Asimetría</i>	-0,339	0,054	-0,879	1,592	-0,631	0,607	2,734
<i>Curtosis</i>	3,970	3,141	6,828	9,863	3,470	2,600	12,465

Panel B: Coeficientes de correlación							
	<i>Rm</i>	<i>SMB</i>	<i>HML</i>	<i>WML</i>	<i>Mom</i>	<i>Iliq</i>	<i>Debt</i>
<i>Rm</i>	1,00						
<i>SMB</i>	-0,47	1,00					
<i>HML</i>	-0,05	0,41	1,00				
<i>WML</i>	-0,08	0,07	-0,01	1,00			
<i>Mom</i>	0,19	0,15	0,06	-0,09	1,00		
<i>Iliq</i>	-0,15	-0,09	-0,10	-0,10	-0,44	1,00	
<i>Debt</i>	-0,22	0,02	0,12	0,26	-0,63	0,24	1,00

En el panel A de la tabla 3 podemos observar los estadísticos descriptivos de los factores de riesgo empleados. En media, el factor SMB es positivo evidenciando la existencia de efecto tamaño. En cambio, el valor promedio del factor HML es negativo, aportando evidencia de efecto *book-to-market* inverso. El negativo coeficiente asociado al factor HML contradice los resultados obtenidos para el mercado norteamericano por Chan *et al.* (1991) y Fama y French (1992). Las nuevas compañías pueden encontrar dificultades en el mercado español si los inversores prefieren invertir en compañías ya establecidas de las cuales se tiene más información. Por otro lado, cabe destacar que existe una diferencia significativa entre la media del factor WML y la variable *momentum*, empleadas como medidas alternativas de la persistencia en la *performance* en el corto plazo.

En el Panel B presentamos la matriz de correlaciones. Existe una elevada correlación entre las variables *momentum* e intensidad de la deuda, aspecto que deberá tenerse en cuenta en el análisis empírico a efectuar. Ninguno de los restantes factores está altamente correlacionados.

TABLA 4
EMPRESAS FAMILIARES VS. NO FAMILIARES

Resultados de los análisis de regresión de los seis modelos propuestos para las empresas familiares (Panel A), empresas no familiares (Panel B) y la diferencia entre ambas (Panel C). El intercepto *c* representa la rentabilidad ajustada a los distintos factores de riesgo considerados: Rentabilidad del mercado en exceso sobre el activo libre de riesgo ($R_m - R_f$), factor tamaño (*SMB*), factor book-to-market (*HML*), factor momentum (*WML*), variable momentum (*Mom*), factor de iliquidez agregada del mercado (*Iliq*) e intensidad de la deuda del mercado (*Debt*). En las dos últimas columnas presentamos los estadísticos R^2 y R^2 Ajustado para cada modelo.

	<i>C</i>	$R_m - R_f$	<i>SMB</i>	<i>HML</i>	<i>WML</i>	<i>Mom</i>	<i>Iliq</i>	<i>Debt</i>	R^2	R^2 Ajustado
Panel A: Empresas Familiares										
<i>Modelo 1</i>	0,003	0,598***							55,00	54,62
<i>Modelo 2</i>	0,000	0,758***	0,688***	-0,418***					68,98	68,18
<i>Modelo 3</i>	0,004	0,757***	0,690***	-0,419***	-0,008				69,02	67,94
<i>Modelo 4</i>	-0,002	0,726***	0,629***	-0,407***		0,024**			70,09	69,05
<i>Modelo 5</i>	-0,009*	0,732***	0,635***	-0,399***		0,031**	0,029		70,71	69,42
<i>Modelo 6</i>	0,012	0,737***	0,662***	-0,378***	0,007		0,020	-2,328*	70,47	68,90

Panel B: Empresas no Familiares										
<i>Modelo 1</i>	0,003	0,608***							57,01	56,64
<i>Modelo 2</i>	0,000	0,772***	0,701***	-0,369***					70,79	70,04
<i>Modelo 3</i>	1,3E-05	7,7E-01***	7,0E-01***	-3,7E-01***	-3,4E-04***				70,79	69,78
<i>Modelo 4</i>	-0,002	0,747***	0,654***	-0,361***		0,019			71,47	70,48
<i>Modelo 5</i>	-0,008	0,753***	0,660***	-0,353***		0,026**	0,028		72,05	70,82
<i>Modelo 6</i>	0,004	0,760***	0,684***	-0,337***	0,012		0,020	-1,775*	71,73	70,23

Panel C: Diferencias										
<i>Modelo 1</i>	-0,003*	-0,007							0,06	-0,78
<i>Modelo 2</i>	-0,003**	-0,009	-0,006	-0,049					1,17	-1,39
<i>Modelo 3</i>	0,002	-0,010	-0,003	-0,050	-0,008				1,60	-1,82
<i>Modelo 4</i>	-0,003**	-0,017	-0,021	-0,046		0,006			1,80	-1,61
<i>Modelo 5</i>	-0,004	-0,017	-0,020	-0,046		0,006	0,002		1,82	-2,49
<i>Modelo 6</i>	0,005	-0,017	-0,013	-0,043	-0,006		-0,001	-4,584	2,15	-3,04

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

Los resultados de la regresión de los seis modelos de valoración alternativos (modelo de mercado, modelo de tres factores de Fama y French, modelo de cuatro factores de Carhart, modelos que incluyen los factores *momentum*, iliquidez agregada del mercado e intensidad de la deuda) son presentados en la Tabla 4. Empleamos el Método Generalizado de los Momentos (Mackinlay y Richardson, 1991) para mitigar los potenciales problemas asociados a los modelos de regresión lineal, utilizando como variables instrumentales los valores retardados de las variables explicativas de cada uno de los modelos estimados.

Como se puede apreciar en la tabla 4, y a diferencia de la evidencia empírica previa, no se aprecian diferencias significativas entre empresa familiar y empresa no familiar. La rentabilidad ajustada al riesgo de la estrategia de inversión de coste cero es negativa y significativa para tres de los seis modelos estimados. Esto indica que después de descontar el premio por riesgo son las acciones no familiares las que obtienen una mayor rentabilidad promedio. Por lo tanto, los resultados obtenidos no sostienen la hipótesis 1 planteada anteriormente.

En cuanto a la exposición frente al riesgo, ambos tipos de empresa presentan comportamientos muy similares. Una exposición frente al riesgo de mercado y tamaño positiva y negativa para el caso del riesgo *book-to-market*, como apuntábamos al inicio del apartado. En cuanto al factor WML y la variable *momentum*, se aprecia como es la variable *momentum* la que explica mejor las variaciones en rentabilidad en ambos tipos de empresa. El factor de iliquidez, en cambio, no es significativo en ningún caso, frente al factor de intensidad de la deuda que es para ambos grupos de empresa significativo y negativo, como cabía esperar. Las diferencias entre grupos no son en ningún momento significativas. De este modo, tenemos que concluir que no se cumplen las hipótesis planteadas en relación a la sensibilidad frente al riesgo de empresas familiares y no familiares.

Por último, y atendiendo al valor obtenido por los coeficientes R^2 y R^2 ajustado para cada modelo y cada grupo de empresas, observamos como los modelos (5) y (6) aplicados en el presente estudio contribuyen a explicar en mayor proporción la evolución de las rentabilidades bursátiles en detrimento de los modelos tradicionalmente empleados. Esto nos permite que para sucesivas exposiciones de resultados mostremos y comentemos los resultados de tan sólo estos dos últimos modelos.

Antes de extraer conclusiones sobre los resultados obtenidos es necesario realizar diversos contrastes de robustez que nos permitan analizar si los resultados previamente obtenidos han sido consecuencia de algún efecto incluido en los datos. Para ello contrastamos la influencia en los resultados de las empresas directamente gestionadas por su fundador así como el posible efecto que pueda tener el nivel de capitalización bursátil de las mismas.

TABLA 5
EFFECTO FUNDADOR

Resultados de los análisis de regresión de los modelos propuestos para las empresas familiares dirigidas por su fundador (Panel A), las diferencias con las empresas no familiares (Panel B), para el resto de empresas familiares (Panel C) y las diferencias con las empresas no familiares (Panel D). El intercepto *c* representa la rentabilidad ajustada a los distintos factores de riesgo considerados: Rentabilidad del mercado en exceso sobre el activo libre de riesgo ($R_m - R_f$), factor tamaño (*SMB*), factor book-to-market (*HML*), factor momentum (*WML*), variable momentum (*Mom*), factor de iliquidez agregada del mercado (*Iliq*) e intensidad de la deuda del mercado (*Debt*). En las dos últimas columnas presentamos los estadísticos R^2 y R^2 Ajustado para cada modelo.

<i>C</i>	$R_m - R_f$	<i>SMB</i>	<i>HML</i>	<i>WML</i>	<i>Iliq</i>	<i>Debt</i>	R^2	R^2 Aj.
Panel A: Empresas Familiares dirigidas por su Fundador								
-0,017	0,898***	0,745***	-0,382***	0,015	0,031		66,86	65,41
-0,007	0,874***	0,711***	-0,345***	0,028	0,040 ⁺	-22,073 ⁺	67,75	66,03
Panel B: Diferencias con las Empresas no Familiares								
-0,015	0,123***	0,041	-0,016	0,013	0,018		9,68	5,72
-0,014	0,120***	0,035	-0,010	0,015	0,019	-3,376	9,82	5,03
Panel C: Resto de Empresas Familiares								
0,020	0,585***	0,558***	-0,324***	-0,026	-0,012		59,84	58,08
0,028	0,566***	0,531***	-0,294***	-0,015	-0,005	-17,747 ⁺	60,95	58,88
Panel D: Diferencias con las Empresas no Familiares								
0,022	-0,189***	-0,146 ⁺	0,043	-0,028	-0,025 ⁺		17,21	13,57
0,021	-0,188***	-0,144 ⁺	0,041	-0,029	-0,025 ⁺	0,950	17,21	12,82

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

En la tabla 5 presentamos los resultados obtenidos tras dividir la muestra de empresas familiares que cotizan en el mercado bursátil español entre empresas gestionadas directamente por su fundador y el resto de empresas familiares. En el Panel A presentamos los resultados para las empresas familiares del fundador y en el Panel B las diferencias con las empresas no familiares. Los resultados nos indican que si bien siguen sin existir diferencias significativas en términos de rentabilidad ajustada al riesgo que corroboren la hipótesis 3 planteada en el estudio, se observa un nivel de riesgo beta significativamente superior en las empresas familiares gestionadas por su fundador, al mismo tiempo que se mantiene la relevancia de la intensidad de la deuda como explicativa de las variaciones en rentabilidad de este grupo de activos. En cuanto al resto de empresas familiares (Panel C) y su comparación con las no familiares (Panel D), el efecto observado es el inverso. Son este tipo de empresas las que tienen un comportamiento frente al riesgo de mercado más defensivo y significativamente inferior al de resto de empresas cotizadas.

También presentamos un análisis del efecto tamaño en la empresa familiar cotizada en la bolsa española. Como hemos podido observar, la empresa familiar es por término medio de reducida capitalización bursátil e inferior al conjunto de empresas no familiares. Eso unido a la evidencia de efecto tamaño en los mercados, nos motiva a dividir el conjunto de empresas familiares cotizadas en tres grupos: pequeñas, medianas y grandes y analizar sus diferencias con el conjunto de empresas no familiares.

TABLA 6
EFEECTO TAMAÑO

Resultados de los análisis de regresión de los modelos propuestos para las empresas familiares de menor tamaño de la muestra (Panel A), las diferencias con las empresas no familiares (Panel B), para las empresas familiares de mayor tamaño de la muestra (Panel C) y las diferencias con las empresas no familiares (Panel D). El intercepto c representa la rentabilidad ajustada a los distintos factores de riesgo considerados: Rentabilidad del mercado en exceso sobre el activo libre de riesgo ($R_m - R_f$), factor tamaño (*SMB*), factor book-to-market (*HML*), factor momentum (*WML*), variable momentum (*Mom*), factor de iliquidez agregada del mercado (*Iliq*) e intensidad de la deuda del mercado (*Debt*). En las dos últimas columnas presentamos los estadísticos R^2 y R^2 Ajustado para cada modelo.

C	$R_m - R_f$	<i>SMB</i>	<i>HML</i>	<i>WML</i>	<i>Iliq</i>	<i>Debt</i>	R^2	R^2 Aj.
Panel A: Empresas Familiares Pequeñas								
0,043**	0,350***	0,670***	-0,313***	-0,041	-0,039		26,60	23,39
0,050**	0,331***	0,644***	-0,284**	-0,031	-0,032	-17,136	27,49	23,64
Panel B: Diferencias con las Empresas no Familiares								
0,044**	-0,425***	-0,034	0,054	-0,043	-0,052**		31,17	28,15
0,044**	-0,423***	-0,032	0,051	-0,044	-0,053**	1,561	31,18	27,53
Panel C: Empresas Familiares Grandes								
0,017	0,778***	0,178	-0,159*	-0,032	-0,004		71,67	70,43
0,015	0,784***	0,187*	-0,170*	-0,036	-0,007	6,070	71,75	70,25
Panel D: Diferencias con las Empresas no Familiares								
0,019	0,003	-0,526***	0,207**	-0,034	-0,017		21,0	17,6
0,008	0,030	-0,488***	0,166*	-0,049**	-0,028	2,477**	23,91	19,87

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

De este modo, en la tabla 6 (Panel A) presentamos la rentabilidad ajustada al riesgo y exposición frente al riesgo del decil de empresas familiares de menor tamaño del mercado y sus diferencias con el conjunto de empresas no familiares (Panel B). Como cabía esperar, en este caso sí se obtiene, para cualquiera de los modelos analizados, una rentabilidad ajustada al riesgo positiva y significativa aplicando una estrategia activa de negociación basada en comprar empresas familiares pequeñas y vender empresas no familiares en el mercado bursátil español, corroborando por tanto la hipótesis 4 planteada en el estudio. Al mismo tiempo se observa que el coeficiente beta es significativamente inferior para este conjunto de empresas, información esta última que contribuye a optar por esta alternativa de inversión.

En cambio, cuando analizamos el decil de empresas familiares de mayor tamaño en bolsa, Panel C de la tabla 6, y su comparación con las empresas no familiares, Panel D, observamos el efecto contrario al obtenido previamente con las empresas pequeñas. Tanto para el modelo de mercado como para el modelo de tres factores de Fama y French (1993), observamos una rentabilidad ajustada al riesgo significativamente inferior a la obtenida por las empresas no familiares, siendo las diferencias más significativas para todos los modelos considerados las diferencias en los factores de riesgo tamaño, *book-to-market* e intensidad de la deuda.

Por último, antes de concluir el estudio empírico, hemos incluido un contraste de robustez basado en el análisis con datos de panel (serie temporal y sección cruzada) de los activos individuales que forman parte de la muestra.

Los modelos han sido estimados sobre un panel incompleto de 15.677 observaciones y empleando el Método Generalizado de los Momentos que nos permite controlar los problemas de endogeneidad mediante el uso de variables instrumentales. En este estudio, hemos tomado como referencia la metodología aplicada por los estudios previos sobre *performance* financiera (véase, entre otros, Pindado *et al.*, 2008).

TABLA 7
ANÁLISIS CON DATOS DE PANEL

Resultados del análisis de activos individuales con datos de panel del siguiente modelo:

$$r_{it} = \alpha_i^{NF} + \beta_i^{NF} r_{mt} + s_i^{NF} SMB_t + h_i^{NF} HML_t + p_i^{NF} WML_t (\zeta_i^{NF} Mom) + \tau_i^{NF} Iliq_t + \gamma_i^{NF} Debt_t$$

$$FDI[\alpha_i^F + \beta_i^F r_{mt} + s_i^F SMB_t + h_i^F HML_t + p_i^F WML_t (\zeta_i^F Mom) + \tau_i^F Iliq_t + \gamma_i^F Debt_t] + \varepsilon_{it}$$

Posteriormente presentamos los resultados de los estadísticos R2 y R2 ajustado para cada modelo, el número de observaciones para cada uno de los análisis y el valor del estadístico Chi-cuadrado de Pearson obtenido con el contraste de Wald sobre los coeficientes del modelo.

	I	II
α_i^{NF}	0,0044	0,0008
β_i^{NF}	0,7559**	0,7512**
s_i^{NF}	0,5647**	0,5662**
h_i^{NF}	-0,3184**	-0,3045**
ζ_i^{NF}	0,0346**	0,0252**
τ_i^{NF}	0,0287**	0,0279**
γ_i^{NF}		-12,1440*
α_i^F	-0,0005	0,0064
β_i^F	-0,0332	-0,0362
s_i^F	0,0222	0,0229
h_i^F	-0,0511	-0,0423
ζ_i^F	0,0050	-0,0007
τ_i^F	-0,0017	-0,0022
γ_i^F		-6,9990
R^2	0,152203	0,153078
R^2 Ajustado	0,151607	0,152375
Número de observaciones	15.677	15.677
$\alpha_i^{NF} + \alpha_i^F$	0,6923	1,2998
$\beta_i^{NF} + \beta_i^F$	878,66**	852,53**
$s_i^{NF} + s_i^F$	135,68**	136,77**
$h_i^{NF} + h_i^F$	80,911**	69,324**
$\zeta_i^{NF} + \zeta_i^F$	42,419**	10,305**
$\tau_i^{NF} + \tau_i^F$	8,890**	8,007**
$\gamma_i^{NF} + \gamma_i^F$		10,644**

** , * Representan significatividad al 1% y 5% respectivamente.

Los resultados obtenidos son los presentados en la tabla 7. En primer lugar mostramos los coeficientes estimados asociados a los títulos de empresas no familiares y posteriormente las diferencias en rentabilidad y exposición al riesgo entre empresas familiares y no familiares. Como podemos observar, en ningún caso las diferencias son significativas, corroborando estos resultados los obtenidos previamente por el análisis de serie temporal.

Por último, presentamos el valor del estadístico χ^2 de Pearson obtenido aplicando el test de Wald para contrastar la significatividad de la suma de cada par de coeficientes que nos indica la rentabilidad ajustada y la exposición frente al riesgo que obtienen los títulos de las empresas familiares, corroborando los resultados aquí obtenidos la evidencia empírica previamente aportada.

6. CONCLUSIONES

Las empresas familiares están presentes en todas partes del mundo así como en los distintos mercados bursátiles. Es por ello que el objetivo de este artículo es realizar un estudio de las diferencias entre empresas familiares y no familiares cotizadas en la bolsa española durante el periodo 1999-2008.

La novedad del presente estudio es que se realiza bajo un enfoque de mercado. Analizamos la *performance* bursátil en términos de rentabilidad y riesgo de ambos tipos de empresa y proponemos una estrategia de inversión de coste cero basada en estar largo en empresas familiares y corto en empresas no familiares. Para ello aplicamos dos procedimientos metodológicos distintos: un primer análisis de serie temporal basado en los estudios sobre la gestión de carteras y un segundo análisis con datos de panel basado en los estudios más recientes sobre finanzas corporativas.

Entre las principales conclusiones que derivan del conjunto del trabajo debemos destacar que, a diferencia de la evidencia empírica previa, no se aprecian diferencias significativas entre el total de empresas familiares y empresas no familiares. Son exclusivamente las empresas familiares de reducido tamaño las que obtienen una rentabilidad ajustada al riesgo significativamente superior a la obtenida por las empresas no familiares cotizadas en el mercado español. Por lo que la estrategia de inversión de coste cero resulta rentable en estos casos. Al mismo tiempo, son las empresas dirigidas por su fundador las que tienen un nivel de riesgo beta más elevado, mientras que el resto de empresas familiares presentan una actitud frente al riesgo de mercado más defensiva y significativamente distinta al del resto de empresas del mercado. Por último, cabe destacar como para todos los grupos de empresas familiares analizados el factor asociado a la intensidad de la deuda es significativo, aportando el modelo en el que se incluye una mejor especificación que la obtenida por los tradicionalmente empleados en este tipo de estudios.

Estos resultados son indicativos del nivel de consolidación en el mercado y profesionalización de la empresa familiar cotizada en bolsa, ya que su propiedad y control particular no suponen diferencias significativas en cuanto a la valoración de la rentabilidad y el riesgo con respecto al resto de empresas cotizadas. Esto supone un incen-

tivo para la inversión en este mercado ya que estos resultados muestran un alto nivel de eficiencia del mercado bursátil español ya que en principio no es posible obtener beneficios extraordinarios estableciendo una estrategia de inversión basada en el tipo de propiedad de la empresa.

Nuestros resultados deberían ser útiles para los inversores ya que suponen un mejor conocimiento del mercado y de los activos en él cotizados. Mostramos qué factores afectan a las rentabilidades de las empresas familiares y no familiares, factores que reflejan importantes características que los inversores tienen en cuenta en la toma de sus decisiones.

REFERENCIAS

- ACHARYA, V., y PEDERSEN, L. 2005. Asset Pricing with Liquidity Risk. *Journal of Financial Economics* 77: 375-410.
- ADAMS, R.; ALMEIDA, H., y FERREIRA, D. 2009. Understanding the relationship between founder-CEOs and firm performance. *Journal of Empirical Finance* 16: 136-150.
- AMIHUD, Y. 2002. Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects. *Journal of Financial Markets* 5: 31-56.
- ANDERSON, R., y REEB, D. 2003. Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance* 58 (3): 1.301-1.328.
- ARONOFF, C., y WARD, J. 1996. *Family Business Governance: Maximizing Family and Business Potential*, Family Enterprise Publishers, Georgia.
- BARONTINI, R., y CAPRIO, L. 2006. The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe. *European Financial Management* 12: 689-723.
- BLACK, F.; JENSEN, M., y ACHOLES, M. 1972. *The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests*, in Michael M. Jensen, Ed. *Studies in the Theory of Capital Markets*, New York: Praeger Publishers Inc.
- BURKART, M.; PANUNZI, F., y SHLEIFER, A. 2003. Family Firms. *Journal of Finance* 58 (5): 2.167-2.201.
- CARHART, M. 1997. On Persistence in Mutual Funds Performance. *Journal of Finance* 52(1), 57-82.
- CHAMI, R. 2001. What's Different about Family Business? *Working Paper International Monetary Fund WP/01/70*.
- CHAN, K.; HAMAO, Y., y LAKONISHOK, J. 1991. Fundamentals and Stock Returns in Japan. *Journal of Finance* 46(5): 1.739-1.764.
- CORSTJENS, M.; MAXWELL, K.; PEYER, U., y HEYDEN, L. VAN DER. 2006. Stock Market Performance of Family Firms. *IFERA 2006 Research Conference* (Finlandia).
- DAILY, C., y DOLLINGER, M. 1991. Family Firms are Different. *Review of Business* 13 (1), 3-5.
- FACCIO, M., y LANG, L. 2002. The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics* 65: 365-395.
- FAHLENBRACH, R. 2009. Founder-CEOs, Investment Decisions, and Stock Market Performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44: 439-466.

- FAMA, E., y FRENCH, K. 1992. The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 47 (2): 427-465.
- 1993. Common Risk Factors in the Returns of Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics* 33 (1): 3-56.
- GALVE, C., y SALAS, V. 1994. Análisis de la estructura accionarial de la gran empresa. *Revista de Economía Aplicada* 2 (4): 75-104.
- 2003. *La Empresa Familiar en España. Fundamentos económicos y resultados*. Fundación BBVA.
- GIMÉNEZ, I. 2005. La rentabilidad de las empresas familiares y la bolsa: Mitos y realidades. *Análisis Financiero* 97: 32-44.
- GOMPERS, P.; ISHII, J., y METRICK, A. 2003. Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics* 118 (1): 107-155.
- HAMADI, M. 2011. Ownership concentration, family control and performance of firms. *European Management Review* 7 (2): 116-131.
- HEFLIN, F., y SHAW, K. 2000. Blockholder Ownership and Market Liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35 (4): 621-633.
- HILLIER, D., y MCCOLGAN, P. 2009. Firm performance and managerial succession in family manager firms. *Journal of Business Finance and Accounting* 36 (3-4): 461-484.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F., y SHLEIFER, A. 1999. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance* 54: 471-517.
- LINTNER, J. 1965. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budget. *Review of Economics and Statistics* 47: 13-37.
- LO, A., y MACKINLAY, C. 1990. Data Snooping biases in tests of financial asset pricing models. *Review of Financial Studies* 3: 431-467.
- MACKINLAY, A., y RICHARDSON, M. 1991. Using Generalized Method of Moments to Test Mean-Variance Efficiency. *Journal of Finance* 46 (2): 511-527.
- MARTÍNEZ, M.A.; NIETO, B.; RUBIO, G., y TAPIA, M. 2005. Asset Pricing and Systematic Liquidity Risk: An empirical investigation of the Spanish Stock Market. *International Review of Economics and Finance* 14: 81-103.
- MAURY, B. 2006. Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance* 12: 321-341.
- MENÉNDEZ, S. 2000. Determinantes Fundamentales de la Rentabilidad de las Acciones. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 29 (106): 1.015-1.031.
- MILLER, D.; BRETON-MILLER, I.; LESTER, R., y CANNELLA, A. 2007. Are Family Firms Really Superior Performers? *Journal of Corporate Finance* 13 (5): 829-858.
- MÍNGUEZ, A., y MARTÍN, J. 2004. Concentración Accionarial y Liquidez de Mercado. Un Análisis con Ecuaciones Simultáneas. *Revista de Economía Financiera* 4: 8-31.
- MIRALLES, J. L., y MIRALLES, M. M. 2003. Actividad Negociadora y Esperanza en la Bolsa de Valores Española. *Revista de Economía Financiera* 1: 15-36.
- 2006. Valoración de activos con riesgo de liquidez en el mercado bursátil español. *Revista de Economía Financiera* 8: 34-55.
- MUKHERJEE, S., y PADGETT, C. 2006. Return Differences Between Family and Non-Family Firms: Absolute and Index Differences. *ICMA Centre Discussion Papers in Finance*, DP2006-11.

- NIETO, M.; CASASOLA, M.; FERNÁNDEZ, Z., y USERO, B. 2009. Impacto de la Implicación Familiar y de Otros Accionistas de Referencia en la Creación de Valor. *Revista de Estudios Empresariales* 2: 5-20.
- OSWALD, S., y JAHERA, J. 1991. The Influence of Ownership on Performance: An Empirical Study. *Strategic Management Journal* 12 (4): 321-326.
- PÁSTOR, L., y STAMBAUGH, R. 2003. Liquidity Risk and Expected Stock Returns. *Journal of Political Economy* 111 (3): 642-685.
- PINDADO, J.; REQUEJO, I., y DE LA TORRE, C. (2008). Do family firms outperform non-family ones? A panel data analysis of Western European corporations. *XVI Foro de Finanzas*, ESADE, Barcelona.
- ROJO, A. 2009. Importancia de la valoración de la empresa familiar: los problemas de liquidez. *Revista de Estudios Empresariales* 2: 38-61.
- SANTANA, D., y AGUIAR, I. 2006. El último propietario de las empresas cotizadas españolas (1996-2002). *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa* 26: 47-72.
- SCHULZE, W.; LUBATKIN, M., y DINO, R. 2003. Exploring the Agency Consequences of Ownership Dispersion among the Directors of Private Family Firms. *Academy of Management Journal* 46 (2): 179-194.
- SCHULZE, W.; LUBATKIN, M.; DINO, R., y BUCHHOLTZ, A. 2001. Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence. *Organization Science* 12 (2): 99-116.
- SHARPE, W. 1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance* 19 (3): 425-442.
- SRAER, D., y THESMAR, D. 2007. Performance and Behavior of Family Firms: Evidence from the French Stock Market. *Journal of the European Economic Association* 5 (4): 709-751.
- TREYNOR, J. 1965. How to Rate Management of Investment Funds. *Harvard Business Review* 43: 63-75.
- VAN DEN BERGHE, L., y CARCHON, S. 2003. Agency Relations within the Family Business System: an Exploratory Approach. *Corporate Governance: An International Review* 11 (3): 171-179.
- VILLALONGA, B., y AMIT, R. 2006. How Do Family Ownership, Control, and Management affect Firm Value? *Journal of Financial Economics*, 80: 385-417.
- 2010. Family control of firms and industries. *Financial Management* 39 (3): 863-904.