



REVISTA DE EMPRESA FAMILIAR

Artículos

José Carlos Casillas, José Luis Barbero Navarro y Ana María Moreno Menéndez / Reestructuración y tipo de propiedad en empresas en crisis. Diferencias entre empresas familiar y no familiares 7

Marquinha Teixeira de Carvalho Zinga, Mário António Gomes Augusto and Maria Elisabete Gomes Ramos / Family Involvement, agency cost of debt financing, and small firm performance: research agenda 21

Cristina López-Cózar Navarro, Tiziana Priede Bergamini y Sonia Benito Hernández / Influencia de la deuda en la estrategia de exportación de la empresa familiar 31

Jorge Rodrigues and Maria Amélia André Marques / Governance bodies of family business 47

Rui Manuel Sobral Rita / The importance of the generation and size category factors in the financing decision of family-owned firms 59

Coordinador del número

Antonio Navarro García Secretario General del Comité Científico Español de las Jornadas Hispano-Lusas de Gestión Científica

Vol. 3, No. 1, MAYO 2013



REVISTA DE EMPRESA FAMILIAR

Edita: Cátedra Santander de Empresa Familiar de la Universidad de Málaga, Málaga (España).

www.catedradeempresafamiliar.uma.es

Contacto

revistadeempresafamiliar@uma.es

Departamento de Economía y Administración de Empresas

Fac. de CC. Económicas y Empresariales. Dpcho. 4409.

C/ El Ejido, 7, 29071, Málaga (España)

Edición semestral

La Revista de Empresa Familiar edita dos números al año, en Mayo y en Noviembre. La revista no se identifica necesariamente en los juicios y opiniones de sus colaboradores a quienes corresponde en exclusiva la responsabilidad de los mismos.

Todos los artículos de esta revista son originales e inéditos y han sido sometidos a valoración realizada por expertos externos a la entidad editora de la revista y a su consejo de redacción

Prohibida la reproducción total o parcial, del contenido de esta revista sin citar su procedencia.

Ejemplar gratuito. Prohibida su venta.

ISSN: 2174-2529

Depósito Legal: MA920-2011

Revista de Empresa Familiar en versión electrónica

La revista científica Revista de Empresa Familiar se publica también en versión electrónica donde está accesible el contenido de todos los artículos.

www.revistadeempresafamiliar.uma.es

COMITÉ EDITORIAL

Consejo Editorial

Presidente de Honor

Emilio Botín-Sanz de Sautuola y García de los Ríos
Presidente del Banco Santander

Presidentes

Adelaida de la Calle Martín
Universidad de Málaga

José Antonio Cristóbal Álvaro
Director Santander
Universidades Andalucía

Jaime Gil Aluja
Real Academia de Ciencias
Económicas y Financieras

Vicepresidentes

Juan Francisco Corona Ramón
Instituto de la Empresa Familiar

José Ángel Narváez Bueno
Universidad de Málaga

*Víctor Fernando Muñoz
Martínez*
Universidad de Málaga

Antonio G. Leal Millán
Universidad de Sevilla

Carmen Barroso Castro
Universidad de Sevilla

José Luis Galán González.
Universidad de Sevilla

Mário Lino Barata Raposo
Universidad da Beira Interior

Vocales

Carlos A. Benavides Velasco
Universidad de Málaga

Cristina Quintana García
Universidad de Málaga

Mario Carranza García-Mier
Asociación Andaluza de la
Empresa Familiar

Dirección Editorial

Editores

Francisca Parra Guerrero
Universidad de Málaga

Vanesa F. Guzmán Parra
Universidad de Málaga

Editores asociados

Fernando Casado Juan
Universidad de Barcelona

Alfonso Cebrián Díaz
Universidad de Barcelona

Anna María Gil Lafuente
Universidad de Barcelona

F. Javier Maqueda Lafuente
Universidad del País Vasco

Antonio Navarro García
Universidad de Sevilla

José Roberto Vila Oblitas
Universidad de Málaga

Secretarios

Aitor Maqueda Solorzano
Universidad Carlos III de Madrid

Martyna Bryla
Universidad de Málaga

Comité Científico

<i>Isabel María Abad Guerrero</i> . Universidad de Málaga	<i>Sara Llovera Laborda</i> . Universitat Politècnica de Catalunya
<i>Benjamín del Alcazar Martínez</i> . Universidad de Málaga	<i>Tomislav Mandakovic</i> . Andreas School of Business Barry University (Miami)
<i>Ana Rosa del Águila Obra</i> . Universidad de Málaga	<i>João José de Matos Ferreira</i> . Universidad da Beira Interior
<i>Rodrigo Basco</i> . Universidad Complutense de Madrid	<i>Horacio Meléndez</i> . Universidad Católica de Argentina
<i>Helena Maria Batista Alves</i> . Universidad da Beira Interior	<i>Víctor Molero Ayala</i> . Universidad Complutense de Madrid
<i>Patricia Benavides Velasco</i> . Universidad de Málaga	<i>Sebastián Molinillo Jiménez</i> . Universidad de Málaga
<i>Christian Berger Vachon</i> . Université Claude Bernard Lyon 1	<i>María Jesús Moreno Domínguez</i> . Universidad de Huelva
<i>María Katuska Cabrera Suárez</i> . Universidad de Las Palmas de Gran Canaria	<i>Fernando Olivares</i> . Universidad de Alicante.
<i>José Carlos Casillas Bueno</i> . Universidad de Sevilla	<i>Antonio Padilla Meléndez</i> . Universidad de Málaga
<i>Rodolfo Cremer Alarcón</i> . Universidad San Ignacio de Loyola (Perú)	<i>María José Pérez Rodríguez</i> . Universidad Complutense de Madrid
<i>Ignacio Gallego Domínguez</i> . Universidad de Córdoba	<i>Alfredo Rocafort Nicolau</i> . Universidad de Barcelona
<i>Yüksel Ekinci</i> . Oxford Brookes University	<i>José Javier Rodríguez Alcaide</i> . Universidad de Córdoba
<i>Alejandro Escudero Yerro</i> . École Supérieure des Sciences Commerciales d'Angers (Francia)	<i>Alfonso A. Rojo Ramírez</i> . Universidad de Almería
<i>Miguel Ángel Gallo</i> . IESE, Barcelona	<i>Juan Carlos Rubio Romero</i> . Universidad de Málaga
<i>Jaime Gil Lafuente</i> . Universidad de Barcelona	<i>Aurora Ruiz Rua</i> . Inter-American Development Bank. Washington, D.C. USA
<i>Eva María González Robles</i> . Universidad de Málaga	<i>Salvador Rus Rufino</i> . Universidad de León
<i>María Jesús Hernández Ortiz</i> . Universidad de Jaén	<i>Juan Soriano Llobera</i> . Universitat Politècnica de Catalunya
<i>Juan Hernangómez Barahona</i> . Universidad de Valladolid	<i>Jorge Talavera Traverso</i> . Universidad ESAN (Perú)
<i>M^a Concepción López Fernández</i> . Universidad de Cantabria	<i>Sergio Olavarrieta</i> . Escuela de Negocios. Universidad de Chile
<i>Daniel Lorenzo Gómez</i> . Universidad de Cádiz	<i>Adolfo Vázquez Sánchez</i> . Universidad de Sevilla
<i>Virginia Llorente Muñoz</i> . Universidad de Málaga	<i>Georgina Whyatt</i> . Oxford Brookes University

ÍNDICE

Artículos

- José Carlos Casillas, José Luis Barbero Navarro y Ana María Moreno Menéndez* / Reestructuración y tipo de propiedad en empresas en crisis. Diferencias entre empresas familiar y no familiares.....7
- Marquinha Teixeira de Carvalho Zinga, Mário António Gomes Augusto and Maria Elisabete Gomes Ramos* / Family Involvement, agency cost of debt financing, and small firm performance: research agenda.....21
- Cristina López-Cózar Navarro, Tiziana Priede Bergamini y Sonia Benito Hernández* / Influencia de la deuda en la estrategia de exportación de la empresa familiar.....31
- Jorge Rodrigues and Maria Amélia André Marques* / Governance bodies of family Business.....47
- Rui Manuel Sobral Rita* / The importance of the generation and size category factors in the financing decision of family-owned firms59

NOTA DEL EDITOR

Desde la Revista de Empresa Familiar queremos dar las gracias a nuestro autores y revisores que son los que hacen posible el avance de este proyecto. En el año 2013 se ha iniciado una colaboración con las Jornadas Hispano-Lusas de Gestión Científica que se materializa en este número especial coordinado por Dr. Antonio Navarro, editor asociado de la revista.

Los proyectos e investigaciones sobre empresa familiar han experimentado un incremento continuo en las últimas décadas, lo que está facilitando el reconocimiento del papel que desempeña la empresa familiar en la sociedad actual, este fue uno de los principales motivos para la creación de la Revista de Empresa Familiar, que actualmente se encuentra inmersa en un proceso de internacionalización, que llevó en 2012 al reconocimiento que supone estar indexada en Econlit. Actualmente la Revista de Empresa Familiar figura en las siguientes bases de datos (ordenadas según fecha de registro):

- ECONLIT (American Economic Association)
 - ISOC. Bases de datos Bibliográficas del CSIC
 - Base de datos CSIC (Revistas de CC. Sociales y Humanidades)
 - Latindex. Sistema Regional de Información en Línea para Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal
 - DICE. Difusión y Calidad Editorial de las Revistas Españolas de Humanidades y Ciencias Sociales y Jurídicas
 - RESH Revistas Españolas de Ciencias Sociales y Humanidades
 - Miar. Matriu d'Informació per a l'Avaluació de Revistes
 - Copernicus. Journals Master List
 - PKP Public Knowledge Project
 - E-journals list. Vrije Universiteit Brussel
 - Electronic Journals Index. Dr. Martin Luther King, J.R. Library. San José State University
 - Scholar Google
 - DOAJ
 - Cabells
 - Dialnet
- Bases de datos de bibliotecas:
- Rebiun. Red de Bibliotecas Universitarias
 - Kun Shan University
 - The New School libraries
 - CYUT Library Database. Chao Yung University of Technology
 - Ohsu Library

Queremos finalizar esta carta editorial dando las gracias a todas las personas e instituciones que, depositando su confianza en este proyecto, han hecho posible transformar esta idea en una realidad especialmente la Universidad de Málaga, el Banco Santander, la Asociación Andaluza de la Empresa Familiar, la Red de Cátedras de Empresa Familiar, el Instituto de Empresa Familiar y la Fundación Nexia que vienen apoyando y fomentando durante los últimos años, la docencia y la investigación sobre empresa familiar.

Vanesa F. Guzmán Parra
Coeditora de la Revista de Empresa Familiar

PRESENTACIÓN

A nivel mundial, y particularmente en España, las empresas familiares constituyen uno de los pilares fundamentales de la actividad económica, ostentando una sobresaliente participación en términos de creación de riqueza y empleo. Así, según el Instituto de la Empresa Familiar, en España, el 85% de las Pequeñas y Medianas Empresas españolas (2,9 millones de empresas) son de origen familiar, generando una contribución al PIB empresarial del sector privado del 70%. Su creciente importancia se ve reflejada en su papel como impulsoras de la actividad empresarial (genera 13,9 millones de empleos), y en su capacidad para emprender y generar Investigación, Desarrollo e Innovación (I&D+i).

En este contexto, diversos factores se conciben como posibles determinantes del éxito de la Empresa Familiar, entre los que destacan:

- Solidez que otorga el carácter tradicional y continuista de la gestión empresarial.
- Apuesta por la calidad y adaptación a las exigencias de un entorno cambiante y turbulento.
- Desarrollo de una Dirección Estratégica basada en la planificación a largo plazo.
- Fomento de las actividades de I&D+i.
- Respeto por el medio ambiente apostando por el desarrollo de prácticas de Responsabilidad Social Corporativa.

Estas fortalezas deben permitir afrontar los retos a los que la Empresa Familiar deberá enfrentarse a corto y medio plazo, entre los que pueden señalarse:

- Profesionalización de la gestión para ganar productividad y competitividad.
- Expansión internacional de sus actividades, dada la creciente tendencia a la globalización de los mercados e internacionalización de las economías.
- Aumento su dimensión mediante el desarrollo de crecimiento interno o externo, así como el fomento de alianzas estratégicas inter-empresariales.
- Diversificación de actividades, fomento del espíritu emprendedor y mayor compromiso con la innovación.

El número que se presenta de la Empresa Familiar recoge una selección de las mejores ponencias presentadas, en el contexto de la Empresa Familiar, en las exitosas XXIII Jornadas Hispano-Lusas de Gestión Científica celebradas del 7 al 9 de febrero de 2013 en Málaga.

Los trabajos seleccionados recogen los determinantes del éxito de la empresa familiar y cómo afrontar los retos de futuros, por lo que constituyen una importante guía para la mejora continua en la gestión de la Empresa Familiar.

Antonio Navarro García

Secretario General del Comité Científico Español de las Jornadas Hispano-Lusas de Gestión Científica

Editor Asociado de la Revista de Empresa Familiar

NORMAS ÉTICAS Y GUÍA DE BUENAS PRÁCTICAS

Las normas éticas de la Revista de Empresa familiar están basadas en la guía propuesta por el Committee on Publication Ethics (COPE) para la publicación de artículos científicos (<http://publicationethics.org/>).

Con el envío de un manuscrito a la revista cada autor explícitamente da fe de que el documento cumple los estándares éticos para autores y coautores que comentamos a continuación.

Todos los autores que envían el manuscrito certifican que son autores del trabajo presentado y que éste es totalmente original, no existiendo plagio en ninguna parte del texto. El plagio está totalmente prohibido y en caso de ser detectado el artículo será eliminado o no publicado. Con la realización del envío a la revista los autores certifican que el artículo es original y que no infringe copyright alguno.

Con el envío los autores certificarán que el manuscrito no está publicado previamente ni está en proceso de posible publicación en alguna otra revista. Una vez aceptado para su publicación el trabajo, los autores garantizarán que no publicarán una investigación similar en otra revista.

Los autores deben especificar en su manuscrito cualquier financiación obtenida y si existe algún tipo de conflicto de intereses. La revista espera que los autores declaren cualquier asociación comercial que pueda suponer un conflicto de intereses en conexión con el artículo remitido y en caso de investigaciones financiadas que cuenten con permiso de publicación por parte de la institución que ha financiado la investigación.

Para evitar posibles conflictos de intereses la Revista de Empresa Familiar asegurará la confidencialidad de la identidad de autores y revisores a lo largo de todo el proceso de doble revisión ciega para su publicación y en adelante. En caso de detectarse el incumplimiento de alguna norma diríjase a la dirección de la revista (vgp@uma.es)

Reestructuración y tipo de propiedad en empresas en crisis. Diferencias entre empresas familiar y no familiares

Turnaround Strategy and ownership structure in declining firms: differences between family and non-family businesses

José Carlos Casillas^{a*} · José Luis Barbero Navarro^b · Ana María Moreno Menéndez^a

^a*Departamento de Administración de Empresas y Comercialización e Investigación de Mercados (Marketing), Universidad de Sevilla, Sevilla (Spain)*

^b*Departamento de Organización de Empresas y Marketing, Facultad de Ciencias Empresariales, Universidad Pablo de Olavide, Sevilla (Spain)*

DATOS ARTÍCULO

Historial:

Recibido 09-02-2013

Aceptado 04-05-2013

Palabras clave:

Reestructuración

Declive

Estructura de propiedad,

Empresa familiar

Crisis

Códigos JEL:

L1, L2, M1, M2

RESUMEN

El presente trabajo analiza la influencia de la estructura de propiedad en las estrategias de reestructuración en empresas en crisis, específicamente, en el caso de las pequeñas y medianas empresas. En concreto, nos centramos en el estudio de las diferencias entre empresas familiares y no familiares a la hora de afrontar y reaccionar ante resultados decrecientes. Sobre una muestra de 1.807 empresas españolas (PYMES), de las que 947 están controladas por una persona o familia, hemos encontrado que las empresas familiares con resultados negativos tienden a mantener o aumentar puestos de trabajo al tiempo que reducen sus activos a través de procesos de desinversión. Asimismo, hemos comprobado que esta relación se da con mayor intensidad en el caso de las empresas familiares de menor tamaño y edad. Finalmente, el nivel de concentración de la propiedad también parece ejercer un papel moderador.

ARTICLE INFO

Article history:

Received 09-02-2013

Accepted 04-05-2013

Keywords:

Turnaround

Decline

Ownership structure

Family Business

Crisis

JEL codes:

L1, L2, M1, M2

ABSTRACT

The present paper analyzes the influence of the ownership structure on turnaround strategies in declining firms, especially in the case of small and medium-sized businesses. Concretely, we focus on the study of the differences between family and non-family businesses when they react to decreasing financial results during few years. Using a sample of 1,807 Spanish firms (SMEs), 947 of them controlled by a single person or a family, we have found that family-owned businesses with negative results tend to maintain or increase the number of employees while they reduce their assets, by divestments operations. We have also confirmed that this relationship is more intense in the case of smaller and younger family-owned businesses. Finally, we have considered concentration of ownership structure as an additional moderator variable in the study.

1. Introducción

La actual crisis mundial ha incrementado notablemente el número de procesos de concurso de acreedores y cierres de empresas en todo el mundo. Más de treinta millones de empleos se han perdido en estos últimos años por la crisis (IMF, 2010). Investigaciones precedentes han puesto de manifiesto que, en cualquier momento, entre un veinte y un treinta por ciento de empresas necesitan de algún tipo de reestructuración (Boyle y Desai, 1991; Murphy, 1986) y que entre un sesenta y un ochenta por ciento de nuevas empresas fracasan (Knott y Posen, 2005). Kierulff y Petersen (2009) confirmaron estos datos recientemente, señalando que las nuevas empresas tienen una tasa de fracaso superior al 65 por ciento en sus primeras etapas de vida.

Examinando estos datos, parece que el fracaso supone un fenómeno importante dentro de la administración de empresas, especialmente en entornos hostiles o ante una crisis económica y financiera como la actual. El fracaso empresarial suele venir precedido de una fase de declive, en el que las empresas pierden ventaja competitiva como consecuencia de factores tanto externos (recesión económica, obsolescencia tecnológica, ineficiencia de factores productivos, etc.) como internos (falta de competencias de gestión, conflictos internos, rigideces organizativas, etc.) (Pearce II y Robbins, 2008). Los procesos de cambio de rumbo suponen el establecimiento de un proceso explícito o implícito en el que se realiza un diagnóstico de la situación, se genera información analítica, se desarrollan planes de acción y se evalúan los resultados, con el fin de transformar procesos de declive en periodos de crecimiento o rentabilidad (Di Primio, 1988). A lo largo de la década de los noventa, Pearce II y Robbins (1993; 1994a; 1994b) desarrollaron una conceptualización de estos procesos a través de dos etapas, que ha venido siendo aceptada desde entonces en múltiples investigaciones: (1) fase de ajuste y (2) fase de recuperación.

El presente trabajo analiza la influencia de la estructura de propiedad en las estrategias de ajuste en empresas en crisis, específicamente, en el caso de las pequeñas y medianas empresas.

En concreto, nos centramos en el estudio de las diferencias entre empresas familiares y no familiares a la hora de afrontar y reaccionar ante resultados decrecientes. En este sentido, tanto la teoría de la agencia (Jensen, 1986; 1993) como la dirección estratégica (Rahul, 1996; Rahul y Hitt, 1998) reconocen que la estructura de propiedad y el gobierno corporativo pueden ejercer un impacto relevante en las decisiones estratégicas de la empresa. Sin embargo, apenas se han desarrollado investigaciones de este tipo de influencias en empresas en crisis o con dificultades financieras (Morrow, Johnson y Busenitz, 2004). Cater y Schwab (2008) subrayan la especificidad de la empresa familiar a la hora de enfrentarse a resultados decrecientes, especialmente derivados de los que Gomez-Mejia, Haynes y Nuñez (2007) han venido a denominar el patrimonio socioeconómico de este tipo de empresas.

En la sección siguiente pasamos a exponer el marco teórico, basado en la literatura de reestructuración y de estrategias de cambio de rumbo. El tercer apartado introduce la estructura de propiedad y la especificidad de la empresa familiar, proponiendo un conjunto de hipótesis. Posteriormente, se describe la metodología de la investigación empírica. La quinta sección expone los principales resultados y son analizados a la luz de los enfoques teóricos empleados. Finalmente, en el último epígrafe, se resumen las principales conclusiones, limitaciones y potenciales líneas futuras de investigación.

2. Marco teórico

2.1. Antecedentes históricos

Una característica de la literatura clásica sobre reestructuraciones en la ausencia de un marco teórico claro. A lo largo de los últimos quince años, diferentes trabajos han realizado un considerable esfuerzo en sustentar este fenómeno sobre bases teóricas sólidas (Mellahi y Wilkinson, 2004; Abor, Graham y Yawson, 2011). En concreto, tres perspectivas han abordado el fenómeno de las estrategias de cambio de rumbo y reestructuraciones: la teoría

de la agencia, la teoría de recursos y capacidades y la perspectiva de la diversificación (Mellahi y Wilkinson, 2004).

La teoría de la agencia se basa en la idea básica de que la relación entre principal y agente afecta y reflejan como las empresas organizan sus recursos y el grado de Asunción de riesgos de la empresa (Alchian y Demsetz, 1972; Jensen y Meckling, 1976). Este enfoque se centra en el contrato entre el principal y el agente como unidad de análisis esencial, e incluye determinadas asunciones sobre el individuo y sobre la organización a la hora de plantear sus hipótesis. Entre las asunciones individuales se encuentran al interés propio, la racionalidad limitada y la aversión al riesgo. Como asunciones organizativas están el empleo del conflicto, los criterios de efectividad y eficiencia y la asimetría de la información entre agente y principal (Eisenhardt, 1989). Este enfoque ha sido empleado en la investigación sobre reestructuraciones especialmente en el área de los recursos humanos, relacionado con el proceso de sucesión en los equipos directivos (Haynes, Thomson y Wright, 2003). Asimismo, ha sido utilizado en el ámbito financiero, analizo como influye en el ámbito de la estructura de deuda de las empresas.

Penrose (1959) inicialmente propuso que la empresa podía entenderse como un conjunto único de recursos, enfatizó el papel que su combinación a la hora de conformar las características idiosincrásicas de cada organización (Barney, 1991; Harrison, Hitt, Ireland y Hoskisson, 2001). Hofer y Schendel (1978) diferenciaron seis tipos de recursos: financieros, tecnológicos, físicos, humanos, organizativos y de reputación. Otros autores, como Collis y Montgomery (1998), diferenciaron entre tres categorías: recursos tangibles, recursos intangibles y capacidades organizativas. Desde esta perspectiva, diferentes trabajos han analizado la estrategias de reestructuraciones específicamente en el ámbito de los recursos humanos, así como en aspectos ligados al reclutamiento y promoción de directivos medios de la organización (Mellahi y Wilkinson, 2004).

Una tercera perspectiva que ha analizado el fenómeno de las reestructuraciones el de la diversificación (Rummelt, 1974). Ansoff (1957) desarrolló su conocida matriz producto-mercado como herramienta de análisis de las diferentes alternativas estratégicas de crecimiento (Kotler, 2000). De acuerdo con este enfoque, es posible explicar alternativas mas o menos concentradas o diversificadas así como estrategias de reenfoque o desinversiones orientadas a la concentración es los negocios principales de la organización.

2.2. Estrategias de reestructuración

La investigación sobre las estrategias de cambio de rumbo y reestructuración han evolucionado a lo largo del tiempo (Mellahi y Wilkinson, 2004). Los primeros trabajos en este campo se centraron en la búsqueda de recetas o directrices para recuperar niveles de crecimiento aceptables en sectores en declive o maduros. En este sentido, siguiendo los trabajos de Porter (1980), Hall (1980) encontró ciertas evidencias que sugerían que aquellas empresas que se centraban en las estrategias de reducción de costes o de una significativa diferenciación se recuperaban mejor de periodos de declive, especialmente en empresas del sector secundario.

A lo largo de la década de los 90, la literatura empezó a analizar el proceso de reestructuración en si mismo, y se empezó a diferenciar dos etapas o fases: el ajuste y la recuperación (Robbins y Pearce II, 1993). La fase de ajuste es la primera de ellas y consiste en un proceso de reducción drástica de los costes con el fin de evitar la pérdida constante de liquidez, de forma que se alcance una cierta estabilidad financiera. El objetivo básico es dejar de perder dinero. El modo de alcanzar esta estabilidad se centra en la liquidación de activos, las desinversiones, la salida de aquellos negocios no rentables, etc. (Robbins y Pearce II, 1993). Estos autores muestran que la supervivencia de las pequeñas empresas va inexorablemente unida a los resultados de su negocio principal (Robbins y Pearce II, 1992; Pearce II y Robbins, 1994a). Cuando el rendimiento económico de una

pequeña empresa, con una reducida cuota de mercado, decrece, la estrategia de reestructuración no es, sin embargo, algo tan simple como cambiar de segmento de negocio, siendo necesarias medidas de ajuste en el propio negocio central de la empresa. Pearce II y Robbins (1994b) argumentan que las estrategias de ajuste están relacionadas con el éxito del proceso de reestructuración. Así, el grado en que se produzca una reducción de activos, se relaciona positivamente con el éxito de la recuperación.

Así pues, una conclusión a la que llegan estas investigaciones es que, en el caso de pequeñas empresas productivas, el camino más eficiente para el desarrollo de una recuperación es atravesar una fase de reducción de costes y activos lo más decididamente posible. Otros investigadores, como Behn (1980) y D'Aveni (1989) han defendido, no obstante, que se conoce poco sobre cuándo, cómo y de qué modo debería ser utilizado este proceso de ajuste como medio para recuperar los resultados financieros de la empresa. En el contexto de la empresa familiar, Cater y Schwab (2008) han propuesto que los procesos de ajuste y reestructuración han de considerar ocho factores específicos de contingencia que moderan la relación entre ajuste y recuperación. Estos factores son los sistemas de gestión informales, la orientación hacia el consenso, el número de candidatos para la sucesión, la fortaleza de los lazos, la orientación interna, la integración de los empleados no familiares, las motivaciones altruistas y la orientación a los objetivos a largo plazo.

3. Reestructuración y Empresa Familiar

Aunque las empresas familiares tienen numerosas características comparables al del resto de empresas (Sharma, 2004), el tipo de relaciones que se desarrollan en este tipo de compañías entre familiares y entre estos y el resto de empleados y directivos genera un tipo específico de organización (Chua, Chrisman y Steier, 2003). Numerosos estudios empíricos han puesto de manifiesto que las empresas familiares han de afrontar diversos retos y

procesos críticos, mostrando elevadas tasas de fracaso (Ibrahim, Soufani y Lam, 2001; Shanker y Astrachan, 1996). Cater III y Schwab (2008) desarrollaron un estudio cualitativo en relación con el proceso de reestructuración de dos empresas familiares en el que identificaron que el hecho de ser empresas familiares proporcionaban factores habilitadores e inhibidores simultáneamente. Mientras que el fuerte compromiso de la familia puede inhibir la realización de cambios en la alta dirección, las interconexiones entre los miembros de la empresa familiar, su orientación altruista y a la consecución de objetivos a largo plazo – supervivencia- pueden incentivar medidas drásticas de reestructuración organizativa (Cater y Schwab, 2008).

Diversas investigaciones sugieren que las empresas familiares son más flexibles que las no familiares como consecuencia de contar con modelos de organización y gestión más centralizadas e informales (Nordqvist, Habbershon y Melin, 2008). En este sentido, una corriente de trabajos defiende que estas empresas tienen una mayor capacidad para desarrollar patrones de comportamiento emprendedor, ya que su supervivencia depende de su capacidad para entrar en nuevos mercados en los que ofrecer productos y servicios innovadores (Ward, 1987; Zahra, Hayton, y Salvato, 2004). Casillas, Moreno y Barbero (2010) argumentan que las empresas familiares muestran niveles superiores de centralización y velocidad en los procesos de toma de decisiones. Esto es especialmente en las empresas familiares de primera generación, en las que el fundador de la empresa ocupa una posición central en la organización que le proporciona de poder suficiente para conducir el negocio de acuerdo con su propia visión del mismo (Gedajlovic, Lubatkin y Schulze, 2004).

Así las empresas familiares en primera generación disponen de una mayor libertad de acción gracias al poder y legitimidad que detenta el fundador de la empresa (Mitchell, Hatt, Valcea y Townsend, 2009), que coadyuva a conformar organizaciones con estructuras centralizadas en las que las decisiones se adoptan rápidamente permitiendo

comportamientos emprendedores por parte de las empresas (Chrisman, Chua y Steier, 2003). El propietario-directivo tiende a manifestar un fuerte liderazgo que permite acelerar los procesos de toma de decisiones. En el caso de que éste muestre una elevada orientación innovadora, la propia organización implantara decisiones de innovación mas rápidamente que empresas no familiares. Incluso en empresas familiares en segunda generación o mas allá, la implicación de miembros de la familia en la gestión de la empresa a través de la coincidencia de accionistas familiares y directivos o consejeros puede igualmente conducir a una pérdida de mecanismos de control que permite posicionar y reubicar recursos con bastante agilidad y velocidad (Bammers, Voordeckers y Van Gils, 2011).

De acuerdo con los argumentos expuestos, es posible encontrar en la literatura dos argumentos opuestos en relación con los procesos de reestructuración en empresas familiares respecto a las no familiares. Por un lado, las empresas familiares pueden desarrollar acciones reactivas mas intensas y rápidas como resultado de su superior agilidad cuando sus resultados comienzan a verse afectados por un proceso de declive o crisis como el actual. Desde nuestro punto de vista, la orientación emprendedora de la empresa no solo implica crecimiento o resultados superiores (Moreno y Casillas, 2008), sino que también supone una mayor facilidad para implantar estrategias mas o menos drásticas con el fin de modificar el rumbo de la empresa y desarrollar procesos de reestructuración. La capacidad de emprendimiento entendida como la capacidad de descubrir y explotar oportunidades de negocio suele asociarse al fenómeno del crecimiento en periodos expansivos. Sin embargo, en contextos de recesión o declive como el actual, las estrategias de ajuste y desinversiones puede proporcionar la llave para la supervivencia a largo plazo de la empresa (Mellahi y Wilkinson, 2004). Por otro lado, los propietarios-directivos de las empresas familiares tienden a mostrar un elevado compromiso con la empresa (con sus empleados, recursos, estrategias, etc.), superior al de aquellas empresas no familiares (Miller,

Breton-Miller y Scholnick, 2008). Este mayor compromiso puede implicar una tendencia a evitar decisiones de ajuste drástico ante resultados negativos, tratando de conservar los puestos de trabajo, sus productos y mercados tradicionales y las estrategias implantadas en el pasado. En muchos casos, las posibilidades reales de sustituir al máximo responsable son escasas y realizar un cambio estratégico profundo puede suponer implícitamente la aceptación de un fracaso en las decisiones adoptadas en el pasado. Teniendo en cuenta por tanto, ambos argumentos, proponemos las dos hipótesis siguientes:

Hipótesis 1a: Ante resultados negativos, las empresas familiares tienden a realizar procesos de ajuste mas intensos que las empresas no familiares.

Hipótesis 1b: Ante resultados negativos, las empresas familiares tienden a realizar procesos de ajuste menos intensos que las empresas no familiares.

Tradicionalmente, tanto el tamaño como la edad de la empresa suelen considerarse variables que ejercen un impacto en el comportamiento empresarial, y la influencia de la estructura de propiedad sobre las estrategias de reestructuración no deben ser una excepción. Cuando una empresa desarrolla este tipo de estrategias, asume que su organización esta sobredimensionada, lo que justifica un proceso de reducción de tamaño y de liquidación de activos. En el caso de las empresas más pequeñas, los trabajadores cuentan con menores niveles de especialización lo que hace mas difícil prescindir de personal para reducir costes de operación. Asimismo, suele considerarse que las empresas mas jóvenes se encuentran en un proceso de búsqueda de su dimensión optima en la que se comience a obtener beneficios o estos sean los esperados. Por el contrario, las empresas maduras puede enfrentarse a problemas de sobrecapacidad (Lieberman, 1987). Este problema emerge cuando las empresas tratan de anticiparse a las oportunidades de negocio expandiendo su capacidad con el fin de acaparar la mayor cuota de mercado posible. (Porter, 1980). Sin embargo, las empresas pueden errar en sus

expectativas y, al mismo tiempo, diversas empresas pueden ampliar su capacidad simultáneamente de forma que, pasado el tiempo, se encuentren sobredimensionadas (Porter y Spence, 1982). De acuerdo con estos argumentos, esperamos que aquellas empresas con una mayor dimensión y edad serán más agresivas a la hora de implantar medidas de ajustes y reestructuración como reacción a resultados decrecientes que aquellas más jóvenes y pequeñas. Por esta razón, proponemos:

Hipótesis 2: el tamaño y la edad de la empresa moderará la influencia de la estructura de propiedad sobre la estrategia de reestructuración de la empresa ante resultados negativos, de modo que la influencia del carácter familiar de la empresa y la estrategia de reestructuración será más intensa en empresas de mayor tamaño y edad que en las más pequeñas y jóvenes

Diferentes trabajos han puesto de manifiesto que no todas las empresas familiares son iguales, existiendo una amplia heterogeneidad entre ellas (Sharma, 2003). En este sentido, cuando la concentración de la propiedad es muy elevada, los propietarios acumulan una gran capacidad y poder de decisión, con niveles muy reducidos de mecanismos de control (Bammens et al., 2011; Schulze, Lubatkin, y Dino, 2003). Este suele ser el caso de las empresas en la etapa del fundador, en el que éste ostenta la mayor capacidad y libertad de decisión, como consecuencia de su superior nivel de legitimidad interna (Mitchell, Hatt, Valcea y Townsend, 2009). En este contexto, la estructura suele ser muy plana, en el que la toma de decisiones tiene a tener un marcado acento informal y muy centralizado en la figura del fundador o de su equipo más próximo (Chrisman, Chua y Steier, 2003). Durante esta etapa, la empresa cuenta con una gran capacidad para desarrollar cualquier senda estratégica y, llegado el caso, dispone de una amplia discrecionalidad para realizar las modificaciones que sean necesarias (Gedajlovic, Lubatkin y Schulze, 2004). Sin embargo, estos argumentos pueden ser extrapolados también al de aquellas empresas no familiares pero con una elevada

concentración en su estructura de propiedad. Por el contrario, cuando la estructura de propiedad de la empresa está muy diversificada, con un amplio número de accionistas, suelen establecerse mecanismos de gobierno que incrementen los mecanismos de control con el fin de reducir los problemas de agencia (Jensen y Meckling, 1976). En resumen, cabe esperar que una alta concentración de la propiedad facilita la agilidad estratégica de la empresa, necesaria para desarrollar con eficacia los procesos de ajuste y reestructuración ante resultados crecientemente negativos. Por tanto, proponemos una última hipótesis:

Hipótesis 3: la concentración de la propiedad de la empresa moderará la influencia de la estructura de propiedad sobre la estrategia de reestructuración de la empresa ante resultados negativos, de modo que la influencia del carácter familiar de la empresa sobre la estrategia de reestructuración será más intensa en empresas con mayores niveles de concentración de la propiedad.

4. Metodología

4.1. Muestra

La investigación empírica se ha desarrollado sobre una muestra de empresas que han mostrado unos resultados negativos a lo largo de un periodo de tres años (2006-2008). La fuente utilizada para la extracción de la muestra ha sido la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibérico) que comprende la gran mayoría de sociedades mercantiles registradas en España.

La selección de la muestra se hizo considerando tres criterios. En primer lugar, controlamos el tamaño de las empresas, incluyendo sólo aquellas empresas que tuviesen entre 10 y 250 empleados en el momento inicial de dicho periodo, esto es, en el año 2006. Excluimos las empresas menores de 10 empleados ya que éstas pueden ser confundidas con emprendedores en los que el concepto organizacional puede no estar del todo desarrollado (Goldeng, 2008). Asimismo, dejamos fuera a las empresas grandes, con 250 trabajadores o más, ya que las características

organizativas de este tipo de empresas son muy diferentes a las de la mayoría de PYMEs. En segundo lugar, seleccionamos aquellas empresas con valor medio negativo del EBITDA durante el periodo 2006-2008. Finalmente, seleccionamos aquellas empresas en la que la información sobre su estructura de propiedad estaba disponible en la base de datos. Una vez considerados los tres criterios anteriores, la muestra final estuvo compuesta por un total de 1.807 empresas, de las cuales 947 eran empresas familiares —propiedad familiar (52,4 %)—, 133 cuya propiedad estaba bajo el control de diferentes instituciones financieras, entidades de capital riesgo, business angels, fondos de inversión, etc. —propiedad financiera (7,3 %)—, y 727 cuya propiedad estaba controlada por otras corporaciones o grupos empresariales —propiedad corporativa (40,23 %)—.

4.2. Variables

4.2.1. Variables dependientes

Para medir la intensidad del proceso de reestructuración, hemos empleado dos variables diferentes. La primera es la evolución (crecimiento) del número de empleados en el periodo 2008-2009, esto es, los años posteriores a los de la obtención de los malos resultados (2006-2008). La segunda variable ha sido la evolución de sus activos en los mismos años (2008-2009). Con el fin de evitar la posible influencia del sector, derivada de posibles diferencias en su ciclo de vida, su intensidad tecnológica, etc., ambas variables dependientes han sido centradas respecto a la media de su sector a nivel de dos dígitos de la clasificación nacional de actividades económicas. De este modo, ambas medidas de reestructuración relativizadas sectorialmente son comparables en una muestra multase teorías como la empleada. Asimismo, dichas variables han sido estandarizadas previamente a ser analizados los efectos moderadores.

4.2.2. Variables independientes

Hemos diferenciado tres tipos de estructuras de propiedad a través de dos variables dummies (propiedad familiar, propiedad financiera, y propiedad corporativa). Esta información fue

directamente extraída de la base de datos original, en función del principal accionista de cada empresa. Así, una empresa se categoriza como de propiedad familiar si su principal accionista o propietario era una persona física o una familia. Una empresa se considera de propiedad corporativa, si su principal accionista era otra empresa o corporación, salvo que dicha empresa fuese un banco u otro tipo de institución financiera, en cuyo caso se calificó como una empresa de propiedad financiera.

4.2.3. Variables moderadoras

El tamaño ha sido medido a través de la media del número de trabajadores a lo largo del periodo 2006-2008. Con el fin de evitar problemas con la distribución de dicha variables, hemos empleado su logaritmo. De forma similar, la edad de la empresa ha sido medida mediante el logaritmo de la antigüedad de la empresa en 2008 (años desde su fundación). En cuanto a la concentración de la estructura de propiedad, hemos empleado dos variables diferentes. La primera es el número de accionistas de la empresa, y la segunda consiste en el porcentaje del total de acciones concentrado en el principal accionista de la empresa.

4.2.4. Variables de control

Hemos utilizado cuatro variables dummies para controlar la posible influencia del sector, correspondientes a fabricación, construcción, comercio y servicios, siendo el sector agrícola el empleado como sector de comparación.

4.3. Método

Hemos procedido a estimar diversos modelos de regresión (OLS) con el fin de poder testar las diferentes hipótesis planteadas. Así, para cada una de los dos variables dependientes, siguiendo un análisis de regresión jerárquico, hemos estimado tres modelos diferentes: el primero en el que se han incluido sólo las variables de control (modelo base), posteriormente un segundo modelo ha añadido las variables independientes directas, esto es, la relativa al tipo de propiedad, para pasar, en un tercer

modelo, a incorporar las interacciones o efectos moderadores.

5. Resultados

La tabla 1 resume los principales parámetros descriptivos (media y desviación típica) de las variables, así como las correlaciones entre ellas.

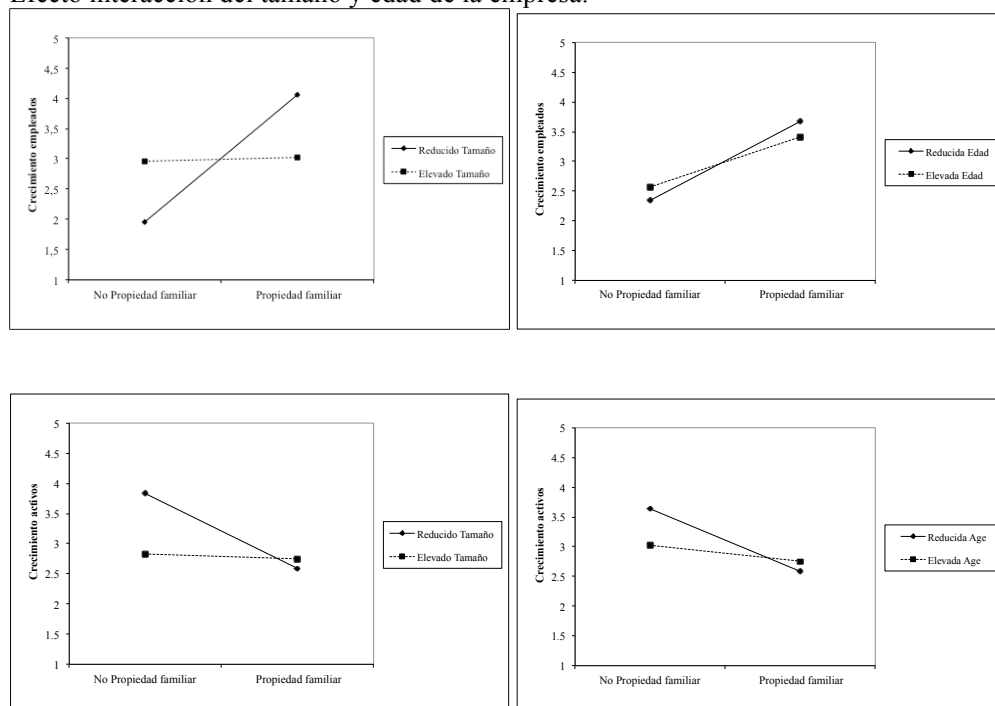
En relación con la evolución del número de empleados, hemos encontrado, en primer lugar,

una influencia negativa y significativa del tamaño ($b = -0.108$; $p < 0.01$) y de la edad de la empresa ($b = -0.110$; $p < 0.01$) sobre el crecimiento del número de trabajadores. Este resultado pone de manifiesto que las empresas más pequeñas y jóvenes tienden a mantener o aumentar el número de trabajadores mientras que las más grandes y maduras tienden a reducirlo. En relación con la estructura de propiedad, los resultados encuentran que la propiedad familiar ejerce una influencia significativa y positiva

Tabla 1
Estadísticos descriptivos y matriz de correlación.

	Media	Desv. Tip.	1	2	3	4	5	6	7	8
1. LnTamaño	0.379	0.922	1.000							
2. LnAccionistas	0.563	0.674	0.069**	1.000						
3. % primer accionista	0.662	0.355	-0.019	0.011	1.000					
4. EBITDA 2006-2008	0.329	1.283	-0.164**	-0.025	0.007	1.000				
5. Propiedad Familiar	0.072	0.259	-0.067	-0.022*	0.024*	-0.010	1.000			
6. Crecimiento empleados	0.334	0.784	-0.104**	0.077**	-0.018	0.002	-0.012	1.000		
7. Crecimiento activos	0.536	0.537	-0.136**	0.003	0.030	0.005	-0.017	-0.003	1.000	
8. Crecimiento ventas	0.488	0.970	-0.098**	-0.026	0.012	-0.005	-0.011	0.034	0.075**	1.000

Figura 1
Efecto interacción del tamaño y edad de la empresa.



sobre el crecimiento del número de empleados ($b= 0.545$; $p < 0.001$). Sin embargo, las interacciones entre la propiedad familiar y el tamaño y la edad de las empresas son significativas, ambos con un coeficiente negativo (respecto al tamaño: $b= -0.510$; $p < 0.001$; respecto a la edad: $b= -0.123$; $p < 0.001$). Con el fin de comprender mejor estos resultados hemos procedido a representarlos gráficamente en la figura 1. Como puede verse, las empresas familiares de menor tamaño son responsables de las mayores tasas de crecimiento en el número de trabajadores a pesar de los resultados negativos en años precedentes. Por el contrario, en el caso de las empresas más grandes la estructura de propiedad no parece ejercer apenas influencia sobre el crecimiento del número de trabajadores de la empresa. Respecto a la edad de la empresa, la figura 1 pone de manifiesto

que las empresas familiares, especialmente las más maduras, muestran tasas de crecimiento en el número de empleados superiores a las no familiares.

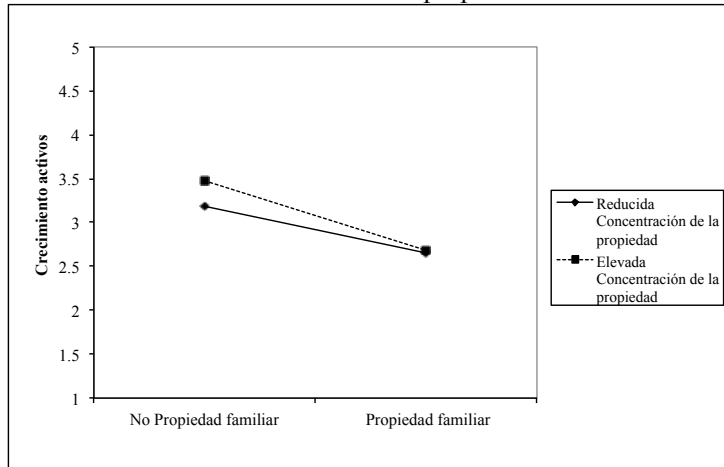
La segunda variable dependiente es la evolución de la partida de activos de la empresa. En este caso, de nuevo el tamaño y la edad muestran una influencia negativa y significativa (para el tamaño: $b= -0.213$; $p < 0.001$; para la edad: $b= -0.113$; $p < 0.001$). Como en el caso del empleo, las empresas más pequeñas y jóvenes incrementan o mantienen sus niveles de activos, mientras que las más grandes y antiguas muestran una tendencia a reducirlos. Sin embargo, el hecho de que una familia controle la propiedad de la empresa ejerce un impacto negativo sobre la evolución de los activos ($b= -0.331$; $p < 0.001$). Las empresas familiares muestran, por tanto, una mayor propensión a

Tabla 2
Análisis de regresión.

	Crecimiento empleados			Crecimiento activos		
(Constante)	0.870***	0.786***	0.034	3.419***	4.181***	4.948***
Fabricación	0.043	0.040	0.036	0.032	0.027	0.022
Cosntrucción	0.001	0.001	0.001	0.054	0.045	0.037
Comercio	0.086	0.081	0.071	0.091	0.076	0.063
Servicios	0.036	0.034	0.030	0.106	0.088	0.073
LnTamaño	-0.108***	-0.102*	-0.004*	-0.141***	-0.156***	-0.213***
LnEdad	-0.048**	-0.042*	-0.010*	-0.054**	-0.131**	-0.113**
Ln N° Accionistas	-0.016	-0.018	-0.003	0.016	0.023	0.050
%first shareholder	-0.030	-0.030	0.001	0.033	0.033	0.080*
EBITDA 2006-2008	-0.010	-0.013	-0.002	-0.017	-0.009	-0.012
Propiedad Familiar		0.031	0.545***		-0.075**	-0.331**
Familiar x Tamaño			-0.510***			0.290**
Familiar x Edad			-0.123**			0.201*
Familiar x N° Accionistas			-0.003			-0.060
Familiar x Primer accionista			-0.048			-0.065†
Familiar x EBITDA			-0.031			-0.007
R2 adj.	0.010	0.010	0.022	0.018	0.023	0.028
sig.	0.000	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000
Inc R2	0.013***	0.001	0.014***	0.021***	0.005**	0.008*

Figura 2

Efecto moderador de la estructura de propiedad.



reducir sus activos a través de desinversiones. Asimismo, las interacciones entre el carácter familiar de la empresa por un lado, y del tamaño y edad de la misma por otro, son igualmente significativos (para el tamaño: $b = 0.290$; $p < 0.001$; para la edad: $b = 0.201$; $p < 0.001$), en este caso, con un coeficiente de regresión positivo. Igualmente, la concentración de la propiedad ofrece un efecto positivo sobre la evolución de los activos ($b = 0.080$; $p < 0.01$), y su efecto en interacción con la naturaleza familiar de la empresa es negativo y significativo ($b = -0.065$; $p < 0.05$). Como en el caso anterior, con el fin de interpretar mejor estos resultados, hemos representado gráficamente los efectos moderadores significativos también en la figura 1.

Respecto al tamaño, la figura pone de manifiesto que las empresas pequeñas y familiares son las que presentan unos mayores niveles de desinversión. Las empresas no familiares y las familiares pero de mayor tamaño ofrecen una evolución más estable en sus niveles de activos, a pesar de los malos resultados precedentes. Algo similar encontramos en relación a la antigüedad de la empresa. La figura 1 permite comprobar cómo las empresas familiares más jóvenes tienden a reducir sus activos más que las más maduras así como que las empresas no familiares. Finalmente, en la figura 2 hemos representado el efecto interacción entre la naturaleza familiar de la empresa y el grado de concentración de la propiedad. En este caso, podemos observar que las empresas familiares con una elevada

concentración en la propiedad (propio de empresas familiares en sus primeros niveles de su ciclo de vida) son las más proclives a reducir sus niveles de activos ante unos resultados negativos, frente a las empresas familiares con una mayor dispersión en su estructura de propiedad (propio de las empresas familiares en niveles más avanzados).

6. Discusión y Conclusiones

El presente trabajo analiza como la estructura de propiedad influencia el modo en que las empresas afrontan estrategias de reestructuración ante resultados negativos a lo largo de varios años. En concreto, se investigan las diferencias entre las empresas familiares y no familiares en el modo en que reaccionan ante una serie de resultados negativos. En esta investigación defendemos que el carácter familiar de la empresa puede ejercer tanto una influencia positiva como negativa en relación con la intensidad y el sentido de los procesos de reestructuración ante resultados negativos. En primer lugar, la naturaleza familiar puede favorecer el desarrollo rápido de estrategias de reajuste o cambio de rumbo, en la medida en que estas empresas han demostrado una mayor orientación emprendedora (Melin y Nordqvist, 2010; Casillas, Moreno y Barbero, 2010). Esta orientación emprendedora no sólo permite a este tipo de empresa identificar y explotar nuevas oportunidades de negocio, sino también les proporciona una mayor capacidad de reacción ante resultados poco satisfactorios a través de

procesos de desinversión o de reasignación de recursos. Sin embargo, los propietarios familiares suelen mostrar un mayor compromiso con la empresa familiar como pone de manifiesto el enfoque basado del stewardship (Eddleston y Kellermanns, 2007; Miller et al., 2008; Eddleston et al., 2012). Este enfoque pone de manifiesto que las empresas familiares presentan una mayor orientación al stewardship que se ve reflejado en una mayor orientación hacia el largo plazo, hacia sus empleados y hacia sus clientes (Miller et al., 2008). Esta orientación se puede poner de manifiesto en una tendencia a evitar la toma de decisiones drásticas que puedan afectar a la organización, trato de mantener los empleos, productos y estrategias tradicionales de la empresa. En este trabajo se proponen asimismo, una serie de variables moderadoras, como el tamaño, la edad y en el nivel de concentración en la estructura de propiedad.

Los resultados obtenidos muestran que la propiedad familiar influye sobre el modo en que las empresas reaccionan ante los malos resultados. Así, se observan diferencias entre dicha reacción por parte de empresas familiares y no familiares, de forma que las primeras tienden a mantener o aumentar puestos de trabajo, mientras que reducen sus activos a través de procesos de desinversión. Asimismo, hemos comprobado que esta relación se da con mayor intensidad en el caso de las empresas familiares de menor tamaño y edad. De este modo, podemos contrastar parcialmente la primera de las hipótesis propuestas. En concreto, nuestros resultados contrastan la hipótesis 1a (ante resultados negativos, las empresas familiares tienden a realizar procesos de ajuste más intensos que las empresas no familiares), en relación con los activos. Sin embargo, en relación con el número de trabajadores, los resultados contrastan la hipótesis alternativa, esto es, la hipótesis 1b (Ante resultados negativos, las empresas familiares tienden a realizar procesos de ajuste menos intensos que las empresas no familiares).

Respecto a la hipótesis 2, (la relación entre estructura de propiedad y las estrategias de reestructuración será más intensa de las

empresas de mayor tamaño y edad), nuestros resultados rechazan dicha hipótesis, encontramos una relación opuesta a la inicialmente propuesta. Este resultado puede ser explicado por la mayor flexibilidad de las empresas más pequeñas y jóvenes frente al peso de la inercia de las empresas más grandes y maduras, que les dificulta poner en práctica estrategias reactivas ante resultados negativos. La mayor agilidad de las empresas más pequeñas y jóvenes les permite adoptar medidas más rápidas y radicales para atajar la decadencia en los resultados, frente a las empresas más maduras y de mayor tamaño que pueden encontrar una mayor resistencia a este tipo de medidas.

Finalmente, en relación con la hipótesis 3 (la relación entre estructura de propiedad y estrategias de reestructuración será más intensa cuando el nivel de concentración de la propiedad es más elevado que cuando la propiedad está muy dispersa), hemos encontrado que el nivel de concentración de la propiedad únicamente modera en el caso de la evolución en el nivel de activos. Por esta razón, podemos afirmar que dicha hipótesis 3 ha sido parcialmente confirmada.

El presente trabajo identifica aspectos interesantes en relación con el modo en que las empresas afrontan periodos de resultados decrecientes, tan habitual en momentos como el actual, donde el dinamismo y la hostilidad del entorno alcanzan cotas muy elevadas. No obstante, la investigación adolece de ciertas limitaciones. En primer lugar, desde una perspectiva teórica, se hace necesario profundizar en las aportaciones de las visiones basadas en el stewardship (Miller et al., 2008). En segundo lugar, hemos medido las estrategias de reestructuración a través de la evolución de dos indicadores a lo largo de un año. Aunque el periodo de resultados negativos ha sido medido en un periodo de tres años, anteriores al del efecto de la reestructuración sería deseable contar con un lapso temporal más dilatado para comprobar la robustez de los resultados obtenidos. En tercer lugar, hemos empleado una muestra de un solo país, sin que seamos capaces de poder comprobar en qué medida afecta el

contexto nacional y si es posible generalizar los resultados a otros países. Y finalmente, hemos empleado fundamentalmente medidas financieras, obtenidas a través de fuentes secundarias de información, siendo deseable poder contar con información más detallada e interna de los procesos de toma de decisiones relativas a la reestructuración.

No obstante, hemos identificado un ámbito de estudio que requiere de más investigación, especialmente en el contexto de dificultades económicas en el que se desenvuelven las empresas actualmente. Nuestros resultados, al no ser del todo concluyentes, abren la vía a nuevas investigaciones que permitan comprender mejor como afecta la estructura de propiedad en los procesos de toma de decisiones, así como diferentes dimensiones del carácter familiar de una empresa, más allá de su control de la propiedad. En este sentido, sería interesante desarrollar investigaciones de corte longitudinal, que permitan comprender los aspectos intrínsecamente dinámicos de estos procesos. Asimismo, sería conveniente incorporar el análisis de dimensiones organizativas (como la flexibilidad, las estructuras de gobierno, las características de la alta dirección, etc.) y dimensiones en el ámbito familiar (implicación de la familia en el negocio, nivel generacional, orientación emprendedora de la familia, etc.) como variables explicativas, moderadoras o mediadoras que permitan comprender mejor las diferencias en la reacción ante resultados negativos de las empresas. Finalmente, el desarrollo de análisis de la supervivencia de las empresas ante estos resultados podría aportar luz acerca de la eficacia de estos procesos de reestructuración.

La presente investigación sólo ofrece un primer paso en una línea potencialmente interesante para futuros desarrollos, teóricos y empíricos. Hemos encontrado diferencias en los modos de reestructuración entre empresas familiares y no familiares. Confiamos que en el futuro, nuevos trabajos aporten nuevo conocimiento sobre este fenómeno al tiempo que oriente a los directivos sobre cómo mejorar sus capacidades para gestionar empresas con un

declive en sus resultados económicos y financieros.

Bibliografía

Abor, J., Graham, M. and Yawson, A. (2011). Corporate Governance and restructuring activities following completed bids. *Corporate Governance, An International Review*, 19(1), 61-76.

Aguilera, R. and Crespi, R. (2012). Firm family firms: Current debates of corporate governance in family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 3, 66-69.

Alchian, A. and Demsetz, H. (1972). Production, information costs, economic organization. *American Economic Review*, 62(5), 777-795.

Ansoff, H.I. (1957). Strategies for Diversification. *Harvard Business Review*, 35(5), 113-124.

Bammens, Y., Voordeckers, W. and Van Gils, A. (2011). Boards of Directors in Family Businesses: A literature Review and Research Agenda. *International Journal of Management Reviews*, 13, 134-152.

Barker, V.L. and Mone, M.A. (1994). Retrenchment: Cause of turnaround or consequence of decline? *Strategic Management Journal*, 15(5), 395-405.

Barney, J. B. (1991). Firm Resources Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.

Behn, R.D. (1980). Leadership for cut-back management: The use of corporate strategy. *Public Administration Review*, 40(6), 613.

Boyle, R.D. Desai, H.B. (1991). Turnaround strategies for small firms. *Journal of Small Business Management*, 29(3), 33-42.

Casillas, J.C., Moreno, A.M. and Barbero, J.L. (2010). A Configurational Approach of the Relationship Between Entrepreneurial Orientation Growth of Family Firms. *Family Business Review*, 23(1), 27-44.

Cater III, J.J. and Schwab, A. (2008). Turnaround strategies in established small family firms. *Family Business Review*, 21(1), 31-50.

Chrisman, J.J., Chua, J.H. and Steier, L.P. (2003). An introduction to theories of family business. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 441-448.

- Chua, J.H., Chrisman, J.J. and Steier, L.P. (2003). Extending the theoretical horizons of family business research. *Entrepreneurship Theory Practice*, 27(4), 331-338.
- Collis, D.J. and Montgomery, C.A. (1998). Crating corporate advantage. *Harvard Business Review*. 76(3), 70-84.
- D'Aveni, R.A. (1989). The aftermath of organizational decline: A longitudinal study. *Academy of Management Journal*, 32(3), 577-605.
- Di Primio, A. (1988). When turnaround management works. *The Journal of Business Strategy*, 9(1), 61-64.
- Gedajlovic, E., Lubatkin, M.H. Schulze, W.S. (2004). Crossing the threshold from founder management to professional management: a generational perspective. *Journal of Management Studies*, 41(5), 899-912.
- Goldeng, E., Grünfeld, L.A. and Benito, G.R.G. (2008). The performance differential between private state owned enterprises: The roles of ownership, management market structure. *Journal of Management Studies*, 45(7), 1244-1273.
- Hall, W.K. (1980). Survival strategies in a hostile environment. *Harvard Business Review*, 58(5), 75-85.
- Harrison, J.S., Hitt, M.A., Hoskisson, R.E. and Irel, R.D. (2001). Resoruces complementary in business combinations: Extending the logic to business combinations. *Journal of Management*, 27(6), 679-690.
- Haynes, M., Thompson, S. and Wright, M. (2003). The determinants of corporate divestment: Evidence from a panel of UK firms. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 52, 147-166.
- Hofer, C. W. and Schendel, D. (1978). *Strategy Formulation: Analytical Concepts*. St. Paul, MN: West Publishing.
- Ibrahim, A.B., Soufani, K. and Lam, J. (2001). A study of succession in a family firm. *Family Business Review*, 14(3), 245-258.
- International Monetary Found. (2010) Oslo Conference.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Kierulff, H. and Petersen, H.L. (2009). Finance is everything: Advice from turnaround managers. *Journal of Business Strategy*, 30(6), 44-51.
- Knott, A.M. and Posen, H.E. (2005). Is failure good? *Strategic Management Journal*, 26(7), 617-641.
- Kotler, P. (2000). *Marketing Management, the millenium edition, international edition*. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall.
- Lieberman, M.B. (1987). Strategies for Capacity Expansion. *Sloan Management Review*, 28(4), 19-28.
- Miller, D., Breton-Miller, I. and Scholnick, B. (2008). Stewardship vs. stagnation: An empirical comparison of small family and non-family business. *Journal of Management*, 45(1), 51-78.
- Mitchell, J.R., Hart, T.A., Valcea, S. and Townsend, D.M. (2009). Becoming the boss: Discretion postsuccession success in family firms. *Entrepreneurship, Theory Practice*, 33(6), 1201-1218.
- Moreno, A.M. and Casillas, J.C. (2008). Entrepreneurial Orientation Growth of SMEs: A causal model. *Entrepreneurship Theory Practice*. 32(3), 507-528.
- Morrow Jr, J.L., Johnson, R. A. and Busenitz, L.W. (2004). The effects of cost asset retrenchment on firm performance: The overlooked role of a firm's competitive environment. *Journal of Management*, 30(2), 189-208.
- Murphy, J. (1986). First aid for unhealthy companies. *Australian Accountant*, 56(4), 29.
- Nordqvist, M. and Melin, L. (2010). Entrepreneurial families family firms. Entrepreneurship. *Regional Development*, 22(3-4), 211-239.
- Nordqvist, M., Habbershon, T.G. and Melin L. (2008). *Transgenerational entrepreneurship: Exploring entrepreneurial orientation in family firms*. In H. Landstrom, D. Smallbone, H. Crijns and E. Laveren (Ed.), Entrepreneurship, sustainable growth and performance: Frontiers in European entrepreneurship research. London: Edward Elgar.

- Pearce II, J. A. and Robbins, D.K. (2008). Strategic transformation as the essential last step in the process of business turnaround. *Business Horizons*, 51(2), 121-130.
- Pearce II, J.A. and Robbins, D.K. (1994a). Entrepreneurial recovery strategies of small market share manufacturers. *Journal of Business Venturing*, 9(2), 91-108.
- Pearce II, J.A. and Robbins, D.K. (1994b). Retrenchment remains the foundation of business turnaround. *Strategic Management Journal*, 15(5), 407-417.
- Pearce II, J.A. and Robbins, K. (1993). Toward improved theory research on business turnaround. *Journal of Management*, 19(3), 613-636.
- Penrose, E. T. (1959). *The theory of the growth of the firm*. New York: John Wiley.
- Porter, M.E. (1980). *Competitive Strategy*. New York: Free Press.
- Porter, M.E. and Spence, A.M. (1982). *The capacity expansion process in a growing oligopoly: The case of Corn Wet Milling*. In J.J. McCall (Ed.), *Economics of Information Uncertainty*. Chicago: University of Chicago Press.
- Rahul, K. Hitt, M.A. (1998). Research notes communications linking corporate strategy to capital structure: Diversification strategy, type source of financing. *Strategic Management Journal*, 19(6), 601-610.
- Rahul, K. (1996). Explaining firm capital structure: The role of agency theory vs. transaction cost economics. *Strategic Management Journal*, 17(9), 713-728.
- Robbins, D.K. and Pearce II, J.A. (1992). Turnaround: Retrenchment Recovery. *Strategic Management Journal*, 13(5), 287-309.
- Robbins, D.K. and Pearce II, J.A. (1993). Entrepreneurial retrenchment among small manufacturing firms. *Journal of Business Venturing*, 8(4), 301-318.
- Rumelt, R.P. (1974). *Strategy, structure, economic performance*. Cambridge, Massachusetts: Harvard Business School Press.
- Schulze, W. G., Lubatkin, M. H. and 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.
- Shanker, M.C. and Astrachan, J.H. (1996). Myths realities: Family businesses contribution to U.S. economy- A framework for assessing family business statistics. *Family Business Review*, 9(4), 107-119.
- Sharma, P. (2003). Stakeholder mapping technique: Toward the development of a family firm typology. Laurie Business & Economics, Waterloo: Canada. (Ac-Acta Wasaensia 145 cessed on August 29, 2012) <https://webaccess.wlu.ca/documents/842/2003-01-MOB.pdf>.
- Sharma, P. (2004). An overview of the field of family business studies: Current status directions for the future. *Family Business Review*, 17(1), 1-36.
- Ward, J.L. (1987). *Keeping the family business healthy: How to plan for continuing growth, profitability, family leadership*. San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- Zahra, S. A., Hayton, J. C. Salvato, C. (2004). Entrepreneurship in family vs. non-family firms: A resource-based analysis of the effect of organizational culture. *Entrepreneurship Theory Practice*, 28(4), 363-381.

Family Involvement, agency cost of debt financing, and small firm performance: research agenda

Marquinha Teixeira de Carvalho Zinga^{a*} · Mário António Gomes Augusto^b · Maria Elisabete Gomes Ramos^c

^{a,b,c} *School of Economics, University of Coimbra, Coimbra, Portugal*

DATOS ARTÍCULO	RESUMEN
<p><i>Historial:</i> Recibido 09-02-2013 Aceptado 10-05-2013</p> <p><i>Palabras clave:</i> Costos de agencia de la deuda Relaciones familiares, Pequeñas empresas Performance</p> <p><i>Códigos JEL:</i> L25, L26, M10</p>	<p>El objetivo de este estudio es examinar las pequeñas empresas familiares desde el punto de vista de los efectos de las relaciones familiares en la propiedad y en la gestión de costos de agencia causados por la financiación con deuda, y en su performance. Para lograr este objetivo hemos revisado la literatura sobre empresas familiares desde la perspectiva de la Teoría de Agencia, proponiendo un modelo de investigación que pone de relieve los vínculos entre las variables. Este trabajo añade a la literatura tres contribuciones: ayuda a explicar cómo los comportamientos disfuncionales pueden perpetuar las limitaciones de la pequeña empresa o incluso su fracaso, hace la propuesta de la comprensión de los mecanismos de gobierno corporativo en pequeñas empresas familiares y se profundiza la discusión de la investigación previa a través de un conjunto de proposiciones. Creemos que una comparación sistemática de los diferentes contextos proporciona nuevos conocimientos sobre la gobernanza de las pequeñas empresas familiares. En la última sección presentamos las implicaciones de este estudio y líneas para futuras investigaciones.</p>
ARTICLE INFO	ABSTRACT
<p><i>Article history:</i> Received 09-02-2013 Accepted 10-05-2013</p> <p><i>Keywords:</i> Agency debt of financing Family involvement Small firms Performance.</p> <p><i>JEL codes:</i> L25, L26, M10</p>	<p>The aim of this study is to examine the effects of family involvement in ownership and family involvement in management on agency costs of debt financing, as well on the performance of small family business. To achieve this objective, we reviewed the literature on family business, and drawing from agency theory we proposed a research model that highlights the links between the variables. Our paper makes contributions to the literature in three ways. Firstly, it helps to explain how dysfunctional behaviours may perpetuate small business constraints or even failure. Secondly, it advances the understanding of corporate governance mechanisms in small family business. And finally, it deepens the discussion of prior research, by advancing a set of propositions. We believe that a systematic comparison of different contexts provides new insights into small family business governance. Implications and directions for future research appear in the last section.</p>

* *Autor de contacto.*

Correos electrónicos: marquinha.carvalho@student.fe.uc.pt, maugusto@fe.uc.pt, mgramos@fe.uc.pt

This research was made possible through generous grants (SFRH/BD/51461/2011) by the Fundação para a Ciência e Tecnologia, Portugal.

1. Introducción

Small firms are the backbone of the world economy and the role they play in economic growth, employment, and poverty alleviation is unquestionable. For instance, Wymenga, Spanikova, Barker, Konings, and Canton (2012) report that small and medium enterprises account for 99.8% of non-financial enterprises, providing 67.4% of jobs and sharing 58.1% of the gross value added in the European Union. Despite this fact, small firms often face difficulties in obtaining equity and debt financing, which constrains their development and success (Storey, 1994), and many of these shortcomings are caused by potential conflicts of interest and asymmetric information between borrowers and lenders. In this regard, it is important to note that contractual solutions are available to large firms (Smith & Warner, 1979), but often not to smaller ventures (Peterson & Rajan, 1994). Debt financing of small firms is more complicated by their liability of newness and opacity in terms of available information (Berger & Udell, 2002), and since what functions for large firms may not work for small firms, there is an opportunity for conducting additional research on small family firms' debt financing.

In undertaking such research, the salient features of small firms, which are the family involvement in ownership, in management, and the employment of several family members in the firm (Chua, Chrisman, & Sharma, 1999), must be considered because they embody behaviours and dynamics that are unique to, and introduced by, family members (Kidwell, Eddleston, Cater, & Kellermanns, 2012), and that may cause conflicts. Additionally, they can distinguish family from non-family firms, and simultaneously explain variations of behaviour within family firms (Chrisman, Chua, & Sharma, 2005). In this regard, family business becomes a unique area of research that has experienced an exponential growth, and many researchers have attempted to define such firms (Chua et al., 1999), while others have attempted to examine and explain not only the extent to which the family involvement affects firm performance, but also whether family firms

differ from non-family firms (e.g. Chrisman, Chua, & Litz, 2004; Sciascia & Mazzola, 2008; Chua, Chrisman, & Bergiel, 2009). These attempts yield inconsistent results (e.g. Anderson & Reeb, 2003; Sciascia & Mazzola, 2008) and, since as stated previously, the majority of firms worldwide are small, unlisted ventures, research focuses almost exclusively on large publicly-traded firms (e.g. Anderson, Mansi, & Reeb, 2003; Chu, 2009). Just to exemplify, researchers conclude that family and non-family firms are clearly different, for instance, in terms of goals (Chrisman et al., 2005), equity (Romano, Tanewsky, & Smyrniotis, 2000), corporate governance (Randøy & Goel, 2003), international structures and strategies (Zahra, 2003), and sources of debt financing (Voordeckers & Steijvers, 2008; Chua, Chrisman, Kellermanns, & Wu, 2011). On the other hand, others conclude that the relationship between family involvement and firm performance is too complex and is very likely to be moderated or mediated by factors that are not included in the analyses (Chrisman, Chua, Pearson, & Barnett, 2012). For example, Chrisman et al. (2004) examined small privately-owned US family and non-family firms and found an insignificant effect of family involvement on sales growth. Herrero (2011) found positive effects of family involvement on the efficiency of fishing business, while Cucculelli and Micucci (2008) report results revealing that the maintenance of management within the family has a negative impact on firm performance.

Similar results were reported by Sciascia and Mazzola (2008), concluding that the relationship between family involvement in management and performance is negative and non-linear, and that family involvement in ownership does not significantly affect firm performance. Steijvers, Voordeckers and Sigrid (2007), using a sample frame of 2,865 small family firms, found that firms led by a family manager holding a large ownership share ($\geq 80\%$) or being accompanied by few other owners, have significantly lower profitability. These results suggest that there are some family behaviours or activities that destroy firm value. In this line, Cater et al. (2006) report that 30%

of small businesses pass to the second generation, 12% pass to the third generations, and 4% to the fourth generations.

Even with this steady increase of studies on family firms, it is notable that the link between family involvement and agency cost of debt financing in small family firms remains relatively unexplored (e.g. Steijvers & Voordeckers, 2009; Chua, Chrisman, Kellermanns, Wu, 2011). Given the scant empirical studies on this stream of research, and being consistent with the previous research on family firms (Schulze, Lubatkin, Dino, & Buchholtz, 2001), this study aims to examine the effects of family involvement in ownership and in management on agency costs of debt financing, as well on performance. To attain this objective, we review the literature on small family firms, and we overarch our arguments on agency theory by highlighting the conflicts rooted in the relationship between borrowers and lenders (Voordeckers & Steijvers, 2006).

The paper is structured as follows. First, the literature on family business is reviewed. This is followed by a section on the research model in which the propositions are discussed and presented. The last section is devoted to the discussion, and directions for future research.

2. Literature Review

Agency theory highlights the conflict rooted in the separation of ownership from control, that is, the principal-agent problem (Ross, 1973). According to Jensen and Meckling (1976), shareholding causes de facto delegation of some decision-making authority from the firm's owners to its agents. This delegation of authority exposes agents at every level of the firm to risks for which they are not fully compensated. This uncompensated risk gives agents the incentive to free-ride or shirk in an effort to obtain additional compensation (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2002), creating information asymmetries (Stiglitz & Weiss, 1981) that make it possible for agents to engage in self-serving behaviour that, if unmonitored, would threaten firm survival (Meyer & Zucker, 1989), thereby damaging the interests of

principals and other stakeholders (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003a).

It is difficult for the principal to monitor the actions of the agents in a situation where there is information asymmetry. In such circumstances agency costs arise, representing the cost of all activities and operating systems designed to align the interests and/or actions of managers (agents) with the interests of owners (principals). From this point, researchers have realized that both concentrated ownership and owner-management mitigate these conflicts and costs (Jensen & Meckling, 1976; Fama and Jensen, 1983; Fleming, 2005). Fama and Jensen (1983), for example, argue that the family management model is especially efficient, because owner-management allows alignment of interests, and substitutes the costly control mechanisms that non-owner-manager firms use to mitigate agency costs. In this sense, family businesses embody the beliefs, norms of reciprocity, aspirations, common histories, and self-concepts that are likely to create collectivistic behaviour (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997), which, in turn, tempers self-serving behaviour, and the conflict it can cause, by fostering loyalty and commitment to the family and firm (Corbetta & Salvato, 2004). As such, theory suggests that there should be little need to offer these agents performance incentives (Fama & Jensen, 1983, 1985) or implement formal monitoring mechanisms (Chrisman, Chua, Kellermanns, & Chang, 2007), which might even be counter-productive (Jensen & Meckling, 1976). In this line, Chrisman et al. (2007) argue that family firms are an exclusive field of interest because conflicts between owners and managers are minimized as a result of altruism and family involvement in both ownership and management. Accordingly, previous empirical evidence reveals that family involvement generally has positive effects on the performance of listed firms (Anderson et al., 2003; Vilalonga & Amitt, 2006, Maury, 2006; Chu, 2009), but the results for non-listed firms are mixed. For example, Chrisman et al. (2004) examined 1,141 small privately-held US family and non-family firms and found that agency costs are less severe in family businesses, in

spite of the insignificant effect of family involvement on sales growth. Likewise, Herrero (2011) found positive effects of family involvement on the efficiency of fishing business, while Cucculelli and Micucci (2008) report results revealing that the maintenance of management within the family has a negative impact on firm performance. Similar results were reported by Sciascia and Mazzola (2008), concluding that the relationship between family involvement in management and performance is negative and non-linear, and that family involvement in ownership does not significantly influence firm performance. This suggests, however, that family involvement may increase agency costs. In this regard, Minichilli, Corbetta, and MacMillan (2010) report a positive U-shaped effect attributed to schisms in family, and Mazzola, Sciascia and Kellermans (2012), based on a sample of 294 small privately-held family firms, report an inverted U-shaped relationship between family involvement and firm performance. These results suggest that concentrated ownership and owner-management can mitigate the traditional agency problems, but in contrast, create specific agency problems (e.g. Schulze et al., 2002; Schulze et al., 2003a). That is, family involvement has advantages and disadvantages.

This stream of research rests on Lansberg's (1983) assumptions that institutional overlap nature of family business may cause a managerial dilemma, such that social relations in the family are structured to satisfy family members' various development needs (Lansberg, 1983). On the other hand, a business's fundamental function is the generation of goods and services at competitive prices in order to maximize firm profits. Hence, social relations in firms are, or should be, guided by principles and norms that facilitate the productive process. However, the linking of the parents'/owners' welfare with that of their children compels owner-managers to place non-economic family goals (e.g. family harmony, social status) before the economic goals of their firms (Chrisman et al., 2012). In other words, family owner-managers may have aspirations and goals that conflict with those of the business; for example, employing family

members independently of their skill, may be more important to the leaders of family firms than the objective of maximizing profits (Kidwell et al., 2012), which ultimately may cause conflicts (Chrisman, Chua, & Steier, 2002) because the family is not a homogeneous group of people with the same set of interests, goals and motivations. Thus, we argue that if the heterogeneous interests and their potential conflicts among family members are not well managed they may threaten firm profitability, destroy firm and family assets (Kidwell et al., 2012), and negatively affect the bargaining power with principals' suppliers, namely financial institutions (Voordeckers & Steijvers, 2006). There is evidence of a positive association between external finance and business performance (Keasy & McGuinness, 1990). This is because the provision of debt financing by a bank to a small business is essentially an agency problem in which the bank (principal) is using the firm (agent) to generate a return on money advance. Thus, the firm incurs an implicit (personal and business collateral) and explicit cost (interest tax, credit rationing).

3. Research Model and Propositions

3.1. Family Involvement (in ownership and management) and Agency Cost of Debt Financing

One of the outstanding characteristics of small firms is the involvement of family in the business through ownership and management. Therefore, it is argued that an increase in family involvement influences the potential that a firm will adopt distinct goals (Chrisman et al., 2012), behaviours, and outcomes (Tagiuri & Davis, 1992, 1996; Chrisman et al., 2005; Dyer, 2006). This is because it provides sufficient latitude for decision-making, and it is expected that as the number of family members increases, the more the interests should be aligned (Fama & Jensen, 1983). Such alignment will thus lower the agency costs derived by the asymmetric information (Jensen & Fama, 1976). In this line, researchers agree on the fact that family involvement often requires long term affinities

within the firm, which brings benefits for the owners with longer investment horizons (Faccio, 2010). These are: less managerial myopia (Stein, 1989), efficient investments (James, 1999), and better control of managers' activities (Fama & Jensen, 1983). In addition, family firms with large undiversified assets are usually, as stated above, to be long-term investors with substantial wealth at risk, and willing to pass the firm to their heirs in order to maintain the control. Furthermore, the long-term perspective can be constructive in building trust between firms and financial institutions (Teijvers & Vooddeckers, 2009), since servicing the firm's debt is necessary for survival, because it aligns the interests of the lender and borrower (Chua et al., 2011). As such, family firms incur a lower probability of pledging collateral or personal commitments (Steijvers, Voordeckers, W., & Vanhoof, 2010), and lenders are less exposed to risk, a circumstance which should make them more willing to lend to family firms (Smith & Warner, 1979). This is consistent with the results reported by Anderson et al. (2003) that founding family ownership impacts upon the agency cost of debt, suggesting thus, that founding family firms have an incentive structure that results in few agency conflicts between equity and debt claimants. Put differently, family involvement in ownership may reduce the agency costs of debt financing because of the lower probability of managerial opportunism, higher risk aversion, and long-term orientation. However, the literature concerned with both agency theory and family firms is inconclusive about whether family involvement alone, affects the creditworthiness of a firm because such involvement may increase or reduce the agency cost of debt financing. Based on the above arguments, we propose that:

P1: Family involvement in ownership will have an U-shaped relationship with the agency cost of debt financing.

P2: Family involvement in management will have an U-shaped relationship with the agency cost of debt financing.

3.2. *Family Involvement (in ownership and management) and Small Family Firm Performance*

The effects of family involvement in ownership and management on firm performance have been reported by many scholars. For example, McConaughy, Walker, Henderson, and Mishra (1998) present evidence that firm value is higher when ownership is concentrated in the hands of the founding family than when the ownership is concentrated, but not in the hands of the founding family. In the same vein, Anderson and Reeb (2003), by using a sample of firms from the S & P 500, conclude that accounting profitability measures are higher for owner-managed firms but market value creation is higher for those with founding family ownership and either a founding CEO or non-family CEO.

As they observed later, the superiority in performance is tempered by the need to balance the interests of the family, as the dominant shareholder, against those of other shareholders (Anderson et al., 2003; Anderson & Reeb, 2004). Chrisman et al. (2002) also observed that family involvement in ownership enhances the first year sales of new ventures, and Zahra (2003) reports higher sales in international operations of family firms, suggesting thus, that family involvement reduces the agency costs. In their study, Chrisman et al. (2004) also report that short-term sales growth for small family and non-family firms are statistically equal, and that strategic planning, as a mechanism for controlling agency costs, has a stronger positive effect on the performance of non-family firms. These results suggest that even if the overall agency costs of family businesses are not negative, they are lower than those in non-family firms, which is consistent with Fama and Jensen (1983) who assumed that when ownership and management reside within a family, agency costs would be lower, if not absent. Yet, recent studies have also concluded that small family firms could be very vulnerable to agency problems (Schulze et al., 2001, 2002; 2003a; Chrisman et al., 2005), because a family is not necessarily a homogeneous group of people with congruent interests (Sharma,

Chrisman & Chua, 1997), and is often plagued by substantial conflicts. That is, families are emotional entities and their relationships are characterized by complexities arising from family members' self-interest, perspective, and identity conflicts with moral and filial duties towards other family members (Schulze et al., 2003a). If these conflicts are not managed, they can result in negative emotions like resentment and animosity (Schulze et al. 2003a; Chrisman et al., 2005), which are extrapolated to the business arena by family involvement. Those conflicts may come at particularly high costs in family firms because family members are confined within the firm, thereby making conflicts more persistent and interests more difficult to align (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003b; Kellermanns & Eddleson, 2004). For example, DeAngelo and DeAngelo (2000) found that relationships within the family firm are capable of reducing firm value through excessive compensation, related party-transactions or special dividends.

In the same vein, it is argued that nepotism often characterizes the selection of managers by family owners, with the subsequent negative

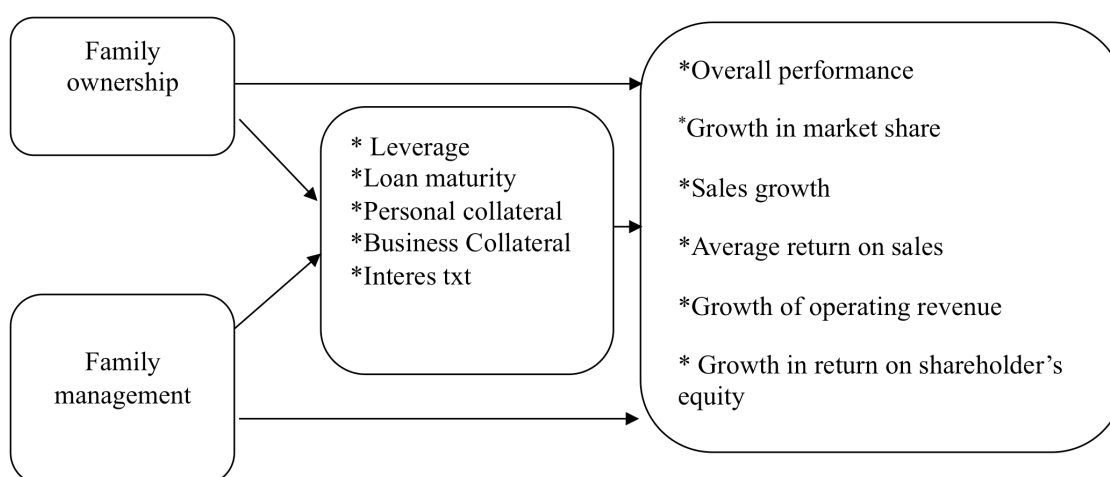
impact on company management and results (Lansberg, 1983), and that particularism makes it difficult for owning families to effectively evaluate family members (Dyer, 2006), and dismiss them in the case of unsatisfactory performance (Gomez-Meja, Nunez-Nickel, & Gutierrez, 2001). In other words, the war of love and hatred typical of kinship ties, blinds the family members, destroys family assets, and removes the opportunity to join synergy and turn the firms into more competitive and profitable entities. As a result, these family firms will shortly become failed firms that perform poorly on both family and business dimensions (Sharma, 2004). In summary, while family involvement in ownership may reduce and increase the agency costs of debt financing, this led us to argue, as observed by Sciascia and Mazzola (2008), that it may have both positive and negative effects on small family performance. Thus, we propose that:

P3: Family involvement in ownership will have an inverted U-shaped relationship with small family firm performance.

P4: Family involvement in management will

Figure 1

Research model.



have an inverted U-shaped relationship with small family firm performance.

4. Discussion and Directions for Future Research

In this article we tried to understand how family involvement influences firm performance, by mitigating the agency costs of debt financing. In so doing, we reviewed the literature on the family business and proposed a research model that highlights the directional paths between the constructs, in an integrated fashion. As observed by researchers (e.g. Schulze et al., 2001, Chrisman et al., 2005; Lubatkin et al., 2005), the two constructs (family involvement in ownership and in management) have provided the primary means for defining family firms (Chua et al., 1999; Sharma, 2004), and we perceived that firms with similar dynamics may not all consider themselves family firms. Therefore, by considering the fact that family firms differ in many dimensions from non-family firms (Chrisman et al., 2004, 2005), and, mostly, tend to pursue non-economic goals (Chrisman et al., 2012), both family involvement in ownership and in management may have positive and negative impacts on family business performance. This incorporation of this knowledge into an agency theory of the family firm is a very promising direction because the interlocking of systems within family firms (Gersick, Davis, Hampton, & Lansberg, 1997) is complex in nature, and to understand this complexity, researchers may need to examine those relationships in a non-linear manner. These indications were observed in the studies conducted by Chrisman et al. (2004) and Sciascia and Mazzola (2008), and more recently by Mazzola et al. (2012) who found an inverted U-shaped relationship between the variables.

In summary, our study has some theoretical implications. Firstly, by focusing on agency theory, our research model captures a wide array of the dynamics within family firms and helps to explain the uniqueness of conflicts (that can arise because of the self-serving behaviour and

asymmetric altruism) and their remedies. Secondly, in this we are in a better position to argue that the effects of agency costs on performance cannot be completely understood without taking into account the affinities among family members in the family firms, as well the communalities within the systems that govern the family firms. Thus, by integrating these two components in one model, we present a vast array of ideas about how family involvement and altruism may distinguish family and non-family firms in terms of performance. The model makes certain propositions. We believe, however, that empirical evaluation must be conducted to ascertain the validity of these propositions. A starting point for achieving this objective is, actually, to collect data, and examine whether and how the current frameworks can be applied within a different economic environment.

In conclusion, the family firm is an interesting topic of research and additional studies are needed on the conflicts of family firms and how they can be addressed. In this respect, we need to know what really makes some family owner-managed firms less willing to behave in a pro-organizational manner and behave more like one would expect the non-family firm to behave.

References

- Anderson, R. C. and Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500 Firms, *Journal of Finance*, 58(3), 1301–1327.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A. and Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt, *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263–285.
- Anderson, R. C. and Reeb, D. M. (2004): Board composition: Balancing family influence in S&P 500 Firms, *Administrative Science Quarterly*, 49(2), 209–237.
- Berger, A. N. and Udell, G. F. (2002). Small business credit availability and relationship lending: the importance of bank organizational structure, *Economic Journal*, 112(477), 43-53.

- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Kellermanns, F. W., and Chang, E. (2007). Are family managers agents or stewards? An exploratory study in privately held family firms, *Journal of Business Research*, 60(10), 1030–1038.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., and Litz, R. A. (2004). Comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4), 335–354.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., Pearson, A. W. and Barnett, T. (2012). Family involvement, family influence, and family-centered non-economic goals in small firms, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(2), 267–293.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H. and Sharma, P. (2005). Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(5), 555–575.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H. and Steier, L. P. (2002). The influence of national culture and family involvement on entrepreneurial perceptions and performance at the State level. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 26(4), 113–130.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., and Steier, L. P. (2003). An introduction to theories of family business. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 441–448.
- Chu, W. (2009). The influence of family ownership on SME performance: Evidence from firms in Taiwan. *Small Business Economics*, 33(3), 353–373.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J. and Bergiel, E. B. (2009). An agency theoretic analysis of the professionalized family firm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(2), 355–372.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., Kellermanns, F. W. and Wu, Z. (2011). Family involvement and new venture debt financing. *Journal of Business Venturing*, 26(4), 472–478.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J. and Sharma, P. (1999). Defining the family Business by behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 19–39.
- Corbetta, G. and Salvato, C. (2004). Self-serving or self-actualizing? Models of man and agency costs in different types of family firms: A commentary on Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4), 355–362.
- Cucculelli, M. and Micucci, G. (2008). Family succession and firm performance: Evidence from Italian family firms. *Journal of Corporate Finance*, 14(1), 17–31.
- Davis, J., Schoorman, R., and Donaldson, L. (1997). Towards a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20–47.
- DeAngelo, H. and DeAngelo, L. (2000). Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: A study of the Times Mirror Company. *Journal of Financial Economics*, 56(2), 153–207.
- Dyer, W. G. (2006). Examining the family effect on firm performance. *Small Business Review*, 19(4), 253–273.
- Faccio, M. (2010). Differences between politically connected and nonconnected firms: A cross-country Analysis. *Financial Management*, 39(3), 905–927.
- Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 327–349.
- Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1985). “Organizational forms and investment decisions,” *Journal of Financial Economics*, 14(1), 101–119.
- Gersick, K. E., Davis, J. A., Hampton, M. M., and Lansberg, I. S. (1997). *Generation to generation: Lifecycles of family business*. Harvard Business School Press, Boston, MA.
- Gomez-Mejia, L. R., Nunez-Nickel, M. and Gutierrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts. *Academy of Management Journal*, 4(1), 81–95.
- Herrero, I. (2011). Agency costs, family ties, and firm efficiency. *Journal of Management*, 37(3), 887–904.
- James, H. S. (1999). What can the family contribute to business? Examining contractual relationship. *Family Business Review*, 12(2), 61–71.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–329.
- Kellermanns, F. W. and Eddleston, K. (2004). Feuding families: when conflict does a family firm

good. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(3), 209–228.

Kidwell, R. E., Eddleston, K. A., Cater, J. J., and Kellermanns, F. W. (2012). How one bad family member can undermine a family firm: Preventing the Fredo effect. *Business Horizon*. In press.

Lansberg, I. S. (1983). Managing human resources in family firms: The problem of institutional overlap. *Organizational Dynamics*, 12(1), 39–46.

Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321–341.

Mazzola, P., Sciascia, F. W., and Kellermanns, S. (2012). Non-linear effects of family sources of power on performance. *Journal of Business Research*, (in Press), 1–7.

McConaughy, D., Walker, M., Henderson, G. and Mishra, C. (1998). Founding family controlled firms. *Review of Financial Economics*, 7(1), 1–19.

Meyer, M., and Zucker, L. G. (1989). *Permanently Failing Organizations*. Sage: Newbury Park, CA.

Petersen, M.A. and Rajan, R., (1994). The benefits of lending relationships: evidence from small business data. *Journal of Finance*, 49(1), 3–37.

Randøy, T. and Goel, S. (2003). Ownership structure, founder leadership, and performance in Norwegian SMEs: implications for financing entrepreneurial opportunities. *Journal of Business Venturing*, 18(5), 619–637.

Romano, C. A., Tanewski, A. G. and Smyrniotis, K. X. (2001). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of Business Venturing*, 16(3), 285–310.

Ross, S. (1973). The economic theory of agency: the principal's problem. *American Economic Review*, 63(2), 134–139.

Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N. and Buchholtz, A. K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization Science*, 12(2), 99–116.

Schulze, W. S., Lubatkin, M. H. and Dino, R. N. (2002). Altruism, agency, and the competitiveness of family firms. *Managerial and Decision Economics*, 23(4-5), 247–259.

Schulze, W. S., Lubatkin, M. H. and Dino, R. N. (2003a). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 473–490.

Schulze, W. S., Lubatkin, M. H. and Dino, R. N. (2003b). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of Management Journal*, 46(2), 179–194.

Sciascia, S. and Mazzola, P. (2008). Family involvement in ownership and management: Exploring nonlinear effects on performance. *Family Business Review*, 21(4), 331–345.

Sharma, P. (2004). An overview of the field of family business studies: Current status and directions for the future. *Family Business Review*, 17(1), 1–36.

Sharma, P., Chrisman, J. J. and Chua, J. H. (1997). Strategic management of the family business: Past research and future challenges. *Family Business Review*, 10(1), 1–35.

Smith, C. W. and Warney, J. B. (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenant. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 119–161.

Steijvers, T., and Voordeckers, W. (2009). Private family ownership and the agency costs of debt. *Family Business Review*, 22(4), 333–346.

Steijvers, T., Voordeckers, W. and Vanhoof, K. (2010). Collateral, relationship lending and family firms. *Small Business Economics*, 34(3), 243–259.

Stein, J. (1989). Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior. *Quarterly Journal of Economics*, 103(4), 655–669.

Stiglitz, J. and Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71(3), 393–410.

Storey, D. J. (1994). *Understanding the Small Business Sector*, Routledge: London.

Tagiuri, R. and Davis, J. A. (1992). On the goals of successful family companies. *Family Business Review*, 5(1), 43–62.

Tagiuri, R. and Davis, J. A. (1996). Bivalent attributes of the family firm. *Family Business Review*, 9(2), 199–208.

Villalonga, B. and Amit, R. (2006). How do family ownership control, and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417.

Wymenga, P., Spanikova, V., Barker, A., Konings, J. and Canton, E. (2012). *EU SMEs in 2012: At the crossroads: Annual report on small and medium-sized enterprises in the EU, 2011/12*. ECORYS: Rotherdan.

Zahra, S. A. (2003). International expansion of U.S. manufacturing family businesses: The effect of ownership and involvement. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 495–512.

Influencia de la deuda en la estrategia de exportación de la empresa familiar

Influence of the debt on the export strategy of family firms

Cristina López-Cózar Navarro^{a*} · Tiziana Priede Bergamini^b · Sonia Benito Hernández^c

^a*Departamento de Economía y Ciencias Sociales Agrarias, Universidad Politécnica de Madrid, Madrid (Spain)*

^b*Departamento de Economía y Relaciones Internacionales, Universidad Europea de Madrid, Madrid (Spain)*

^c*Departamento de Estadística y Métodos de Gestión, Universidad Politécnica de Madrid, Madrid (Spain)*

DATOS ARTÍCULO

Historial:

Recibido 09-02-2013

Aceptado 01-05-2013

Palabras clave:

Empresa familiar

Exportación

Endeudamiento

Códigos JEL:

G32, F20, M10

RESUMEN

Este trabajo estudia si el carácter familiar de la empresa influye a la hora de tomar la decisión de emprender una estrategia de exportación y el papel que desempeña el nivel de endeudamiento ante esta decisión.

Para ello, se ha realizado una revisión de la literatura y un estudio empírico con una muestra de 1.846 empresas industriales españolas, entre las que se encuentran familiares y no familiares. Los resultados parecen demostrar que la propiedad familiar no es un factor determinante en la decisión de exportar sus productos, sin embargo, la importancia del endeudamiento difiere entre las empresas familiares y aquellas que no lo son.

ARTICLE INFO

Article history:

Received 09-02-2013

Accepted 01-05-2013

Keywords:

Family Firm

Debt

Export

JEL codes:

G32, F20, M10

ABSTRACT

This paper studies whether the family character of the company has an influence when deciding to start up an export strategy and the relevance of debt when facing this decision.

To do so, a review of the literature on the subject has been developed and an empirical analysis using a sample of 1.846 businesses, which include both family and non-family firms. The results seem to show that family character is not a determinant factor when deciding to export, nevertheless, the importance of debt differs among family and non-family firms.

* *Autor de contacto.*

Correos electrónicos: cristina.lopezcozar@upm.es, tiziana.priede@uem.es, sonia.benito@upm.es

1. Introducción

El fenómeno de la internacionalización ha sido ampliamente estudiado en la literatura, sin embargo, no existen muchos trabajos dedicados al caso particular de las empresas familiares. Una de las principales características de este tipo de empresas es la concurrencia de tres grupos de personas: los miembros de la familia, los propietarios de la empresa y los directivos de la misma, cada uno con su propio sistema de valores y objetivos, lo que implica la existencia de múltiples y complejas relaciones entre ellos (López-Cózar y Priede, 2009). Precisamente, estas interrelaciones provocan que su comportamiento sea diferente al de otras empresas. En este sentido, diversos autores coinciden en señalar que el proceso de establecimiento de los objetivos estratégicos y de los planes para alcanzarlos, no es igual que en las empresas no familiares, debido a la gran influencia que ejerce el interés particular de la familia que controla la empresa (Martín y Cabrera, 2007) y, aunque existen excepciones, el crecimiento no suele ser un objetivo prioritario para estas organizaciones (Claver et al., 2009).

En la misma línea, distintos estudios coinciden en señalar que la actividad internacional de las empresas familiares es menor que en el caso de empresas no familiares (Gallo y García-Pont, 1996; Okoroafo, 1999; Davis y Harveston, 2000; Acedo et al., 2004; Graves y Thomas, 2004; Menendez, 2004; Fernández y Nieto, 2005, 2006; Sacristan et al., 2011). Así, Gallo y Sveen (1991) sugieren que el proceso de internacionalización en las empresas familiares es más lento que en las no familiares, y que en general, suelen concentrarse en atender las necesidades de los mercados domésticos, salvo aquellos casos en los que los directivos tengan experiencia internacional personal (realización de viajes, conocimiento de idiomas, contactos o familiares en otros países, etc.).

Por su parte, Claver et al. (2009) destacan que las empresas familiares presentan una actividad internacional similar a las no familiares (medida tanto por la propensión exportadora, como a través del número de inversiones directas en el exterior). Mientras

otros estudios como el de Sacristán et al. (2011) demuestran que, en el caso de pequeñas y medianas empresas, sí existen ciertas diferencias en la propensión exportadora entre las familiares y las que no lo son, mostrando las primeras valores muy inferiores a los obtenidos para las pymes, las cuales, por su parte, pueden seguir los patrones de los procesos incrementales de internacionalización o modelo relacionado con la innovación (*I-Model*), pero no así las familiares.

En general, las empresas familiares cuentan con algunas peculiaridades que pueden considerarse como puntos fuertes a la hora de llevar a cabo dicho proceso de internacionalización. Entre éstos, destaca la experiencia y conocimiento del negocio, del producto y del propio sector; así como, una cultura corporativa fuerte, con convicciones y valores compartidos y un alto sentimiento de pertenencia al grupo. En este sentido, la confianza, la lealtad y el compromiso de sus miembros son superiores al de otras empresas, lo que hace que se muestren más fuertes ante las situaciones complejas (Swinth y Vinton, 1993; Lansberg 1999; Okoroafo, 1999; Habbershon y Williams, 2000; Karlsson, 2001; Fuentes et al., 2007 a; Gallo et al., 2009).

No obstante, también existen otros aspectos que pueden suponer una limitación a la actividad internacional, como son los problemas que pueden surgir en el relevo generacional, así como la falta de profesionalización y estructuras organizativas poco claras e informales (Gallo y Sveen, 1991; Gallo y García-Pont, 1996; Graves y Thomas, 2004; Fuentes et al., 2007 a). De hecho, la estrategia de internacionalización es una de las que en mayor medida requiere el máximo nivel de profesionalización (Quintana, 2007). Así mismo, diferentes autores señalan la falta de recursos financieros (Barry, 1975; Luostarinen y Hellamn, 1994; Gallo y García-Pont, 1996; Fuentes et al., 2007 b; Claver et al., 2009) y en general, la dificultad de acceder a los recursos de diferente índole, tanto tangibles como intangibles, necesarios para emprender dicha actividad, así como su aversión al riesgo y espíritu más conservador, al estar el sustento de

la familia unido al negocio (Fernández y Nieto, 2005).

Dentro de la empresa familiar, pueden encontrarse importantes diferencias entre las de primera generación, segunda y ulteriores. En este sentido, Okoroafo (1999) sugiere que aquellas empresas que no han llevado a cabo un proceso de internacionalización en la primera o en la segunda generación, es más difícil que lo hagan más adelante. En la misma línea, Westhead et al. (2001), consideran que es más probable que la primera generación sea más proclive a la actividad exportadora, porque tienen más recursos y conocimientos. Sin embargo, otros trabajos apuntan justamente lo contrario; algunos estudios ponen de manifiesto que a partir de la segunda generación es más fácil que la empresa comience un proceso de internacionalización (Gallo y García Pont, 1996; Fernández y Nieto, 2005). Por su parte, Claver et al (2009) no encuentran evidencia de que la segunda y siguientes generaciones realicen una mayor inversión en el exterior. Más adelante, Okoroafo y Perry (2010) confirman que la segunda generación es más receptiva a emprender un proceso de internacionalización.

Otros estudios se centran en las capacidades, las actitudes o las características personales del director general (en inglés CEO) (Gallo y García Pont, 1996; Davis y Harveston, 2000; Graves y Thomas, 2004; Casillas y Acedo, 2005), como su nivel de formación o su edad. Por ejemplo, Davis y Harveston (2000) llegan a la conclusión de que existe una relación positiva entre la formación del directivo y el grado de internacionalización de la empresa, pero sin embargo, su edad no supone diferencias en la propensión a exportar.

El presente trabajo tiene como objetivo estudiar qué factores influyen en la decisión de exportación de la empresa familiar, haciendo especial hincapié en el nivel de endeudamiento. Para alcanzar dicho objetivo, el trabajo realiza una revisión bibliográfica sobre los factores que influyen en la estrategia de exportación de la empresa familiar, así como un estudio empírico basado en los datos obtenidos en la Encuesta de Estrategias Empresariales (realizada por el Ministerio de Ciencia y Tecnología y la

Fundación SEPI) de 1.846 empresas industriales (familiares y no familiares), pertenecientes al sector industrial español. El trabajo concluye con unas reflexiones finales a partir de los resultados obtenidos en el contraste empírico.

2. Revisión de la literatura

Desde un punto de vista genérico, existen básicamente dos opciones para llevar a cabo la penetración en mercados exteriores: desde el mercado de origen, mediante una estrategia de exportación, o bien haciendo inversiones directas en el país de destino. A su vez, estas dos opciones pueden llevarse a cabo de manera individual o formalizando acuerdos de cooperación con otras empresas (Fuentes y Fernandez, 2010). En general, la elección de una alternativa u otra depende tanto de factores internos de la empresa, como el tamaño, la experiencia internacional o la pertenencia de la empresa a grupo empresarial; como de factores del sector industrial, como el grado de concentración o la existencia de clientes internacionales en la industria; y de factores relacionados con el país de destino, como el tamaño del mercado o el riesgo (Martín, 2004).

Según el modelo escandinavo propuesto por distintos autores de la escuela de Uppsala (*U-Model*) (ie., Johanson y Wiedersheim, 1975; Luostarinen, 1970; Johanson y Vahlne, 1977; Johanson y Vahlne, 1990; Vahlne y Nordström, 1993), conocido como *el paradigma de las etapas de desarrollo internacional*, se puede entender la internacionalización de la empresa como un proceso incremental que se va desarrollando a lo largo del tiempo, según se van obteniendo conocimientos y experiencia en los nuevos mercados. De esta manera, las empresas suelen empezar su aventura internacional con una estrategia de exportación, ya que esta opción suele revestir menos riesgo y menores costes, si bien en algunos casos, producir directamente en el país de destino puede resultar más económico (economía de localización, costes de transporte, etc.). Por su parte, con aquellas estrategias de internacionalización que implican inversiones en el exterior, ya sea estableciendo una *joint*

venture o mediante una subsidiaria propia, la empresa puede ejercer un mayor control sobre todo el proceso, pero lleva aparejados altos riesgos y costes, especialmente en el caso de filiales de pleno dominio (Hill y Kim, 1990). Por este motivo, las pequeñas empresas suelen preferir la exportación frente a las inversiones directas en el país de destino (Pla-Barber, 2001).

Respecto a las empresas familiares, la literatura demuestra que parece existir un cierto consenso en encontrar una relación negativa entre propiedad familiar e internacionalización, y más aún si son empresas de pequeña dimensión (Fernández y Nieto, 2002; Gallo y García-Pont, 1996; Okorafo, 1999, Graves, 2008). Así pues, de forma global, puede afirmarse que el nivel de internacionalización de las pymes familiares españolas es bajo, desarrollado fundamentalmente a través de estrategias con poco riesgo como las exportaciones. En este sentido, Luostarinen y Hellamn (1994), encuentran que este tipo de empresas suelen tener un menor número de filiales en terceros países que las empresas no familiares.

En un reciente estudio empírico publicado para empresas industriales y de servicios (Miller et al., 2010) se pone de manifiesto que los propietarios y directivos de empresas familiares, tienden a elegir estrategias más conservadoras que las no familiares. Es decir, tienden a minimizar las inversiones en investigación y desarrollo, los gastos de capital y el endeudamiento, y prefieren desarrollar políticas de dividendos más generosas. De esta forma, sienten que minimizan los riesgos y los accionistas se sienten más seguros. En este mismo sentido, se situarían las estrategias de internacionalización, las cuales requieren de esfuerzo y capital para poder llevarse a cabo. En esta misma línea de pensamiento, el estudio realizado por Ling Lin y Fung Wu (2010) para las empresas del sector financiero, pone de manifiesto la relación negativa entre propiedad familiar y la asunción de riesgos. En este sentido se propone la siguiente hipótesis:

Hipótesis 1: Existe una relación negativa entre el carácter familiar de la empresa y su decisión de exportar.

Con respecto al nivel de endeudamiento y estructura de capital para financiar las inversiones y los procesos de internacionalización, existen múltiples estudios al respecto. La teoría de la jerarquización financiera o *pecking order* (Myers y Majluf, 1984; Romano et al., 2000 y Poutziouris, 2001) postula que las empresas establecen un orden de jerarquía a la hora de tomar sus decisiones de financiación. La literatura acerca de las preferencias financieras de las empresas familiares, concluye que existe gran consenso entre los autores en que dichas empresas prefieren, en primer lugar, la autofinanciación y la reinversión de beneficios a cualquier otra fuente de financiación (Corbetta, 1995; Poutziouris, 2001). En lo que no hay un claro consenso es en su preferencia por el endeudamiento.

En el caso de las empresas familiares, diferentes estudios demuestran que prefieren acudir al endeudamiento antes que a las ampliaciones de capital para financiar sus inversiones, con el fin de no dar entrada en el capital a nuevos accionistas no familiares (Chaganti y Damanpour, 1991; Hutchinson, 1995; Anderson et al., 2003). Mientras que otros autores demuestran que las empresas familiares prefieren no endeudarse y ser prudentes para evitar así perder su independencia ante los acreedores y mantener el control en caso de crisis financieras (Gallo et al, 2004; López-Gracia y Aybar-Arias, 2000).

En esta última línea, Aronoff y Astrachan (1996) explican la relación entre crecimiento y financiación mediante deuda en las empresas familiares. Tras analizar diversos estudios de empresas familiares en Estados Unidos, concluyen que en la mayor parte de los casos, éstas prefieren no endeudarse para no asumir los riesgos que ello supone, pese a las limitaciones que esta decisión tiene sobre el crecimiento de la empresa, y en consecuencia, sobre la estrategia de internacionalización. Al parecer, las empresas familiares establecen que el crecimiento, la deuda y los riesgos incrementan la complejidad de las relaciones familiares y prefieren mantener la empresa en unas dimensiones más fácilmente controlables. Los

autores sugieren que las empresas familiares deben encontrar el equilibrio entre fuentes propias y ajenas que les permita crecer y maximizar su rendimiento, y al mismo tiempo, planificar y comunicar correctamente dichas estrategias a través de los órganos de gobierno.

Años más tarde, Graves y Thomas (2008) reconocen la importancia de los procesos de internacionalización para fomentar el crecimiento de las empresas familiares y analizan los principales factores que determinan dichos procesos a través de un estudio empírico, llegando a interesantes conclusiones. En primer lugar, que las empresas familiares inician procesos de internacionalización tradicionales y que los principales factores determinantes son: el nivel de compromiso de la dirección, la disponibilidad de recursos financieros y la capacidad de comprometer esos recursos y desarrollar las capacidades necesarias para la internacionalización. Dado que las empresas familiares tienen preferencias especiales en cuanto a la privacidad y el control, prefieren políticas de financiación internas favoreciendo la reinversión de los fondos propios a las ampliaciones de capital o la deuda a largo plazo, lo cual determina, como es lógico, sus políticas tradicionales de internacionalización. Esta preferencia jerárquica en la elección de las fuentes de financiación de las empresas familiares coincide con la literatura (Gallo et al, 2004; Poitziouris, 2001).

Según Blanco et al. (2009), la aspiración de perpetuar el control familiar a lo largo del tiempo, elemento clave de su definición, lleva a este tipo de empresas de forma más intensa a seguir esta política de financiación (que coincide con la citada teoría de la jerarquización), dando prioridad a la financiación interna y, en el caso de que ésta no sea suficiente, acudiendo al endeudamiento, dejando la ampliación de capital como último recurso. Al parecer, este resultado se relaciona con la generación en la que la empresa familiar se encuentra, lo cual no había sido tenido en cuenta por los trabajos anteriores y de ahí los diferentes resultados referidos al endeudamiento. En efecto, en las primeras generaciones es la unidad familiar la que

gobierna y toma las decisiones financieras basadas en el sacrificio y el ahorro, de ahí que la mayoría de las inversiones sean financiadas con recursos propios y beneficios retenidos. A medida que la empresa y su gobierno evolucionan y se pasa a la siguiente generación, disminuyen los lazos familiares, el compromiso y la capacidad de sacrificio. No obstante, las decisiones de financiación se basan en el incremento del endeudamiento antes que en las ampliaciones de capital, por su gran aversión a la pérdida del control familiar y porque el endeudamiento resulta más barato que los recursos propios.

Por su parte, Sonfield y Lussier (2004) realizan un estudio en el que comparan diversos aspectos de la empresa familiar entre generaciones. Uno de los principales resultados obtenidos es la clara preferencia de la primera generación por el uso de capital propio respecto a las siguientes generaciones, demostrando que el uso de deuda se generaliza a medida que pasa el tiempo, cambian las generaciones y la empresa evoluciona. Estos mismos autores (Lussier y Sonfield, 2009), en un estudio posterior realizado con datos de seis países sobre la influencia del fundador en las estrategias del negocio, ponen de manifiesto que existe una correlación positiva significativa entre la influencia del fundador y el uso de capital propio, en lugar de deuda, para financiar las inversiones. En definitiva, las empresas familiares son reacias a realizar ampliaciones de capital si esto supone la entrada de accionistas nuevos, por lo que suelen depender de los recursos propios, y sólo acudirán al endeudamiento, como ya se ha comentado, en caso de que los fondos propios no sean suficientes (Rodríguez y López, 2004).

A partir de la revisión de la literatura realizada sobre la relación entre el endeudamiento y la empresa familiar, en este trabajo se pretende aportar resultados y conclusiones al respecto, así se propone la siguiente hipótesis:

Hipótesis 2: Existe una relación negativa entre la decisión de exportar de las empresas familiares y su nivel de endeudamiento.

El fenómeno de la internacionalización ha sido ampliamente estudiado en la literatura, siendo el tamaño de la empresa una de las variables analizadas. Así numerosos trabajos han estudiado la relación entre tamaño empresarial y exportación (ie., Alonso y Donoso, 1994; Barroso et al., 1998; Bonacorsi, 1992; Calof, 1994; Wagner, 2001). La mayoría de los trabajos empíricos encuentran una relación positiva entre el tamaño de la empresa y la actividad exportadora, lo cual se sustenta con argumentos teóricos evidentes, ya que las empresas pequeñas, en general, cuentan con menos recursos de todo tipo para poder iniciar este proceso (Manolova et al., 2002); sin embargo, otros estudios sostienen que el tamaño empresarial no siempre determina la actividad internacional de la empresa (Majocchi y Zucchella, 2003). En el caso de las empresas familiares, diferentes trabajos muestran que, en general, son de menor tamaño que las no familiares (Anderson et al., 2003; Claver et al., 2006).

Por otra parte, y aunque no existe un amplio consenso en la literatura, la mayoría de los autores coincide en señalar que las empresa familiares de segunda o tercera generación, es decir, aquellas que llevan más años en el mercado, son más proclives a emprender un proceso de internacionalización (Gallo y García Pont, 1996; Fernández y Nieto, 2005; Okoroafo y Perry 2010). Finalmente, de la misma

manera que el resto de las empresas, las familiares podrían iniciar un proceso de diversificación con el objetivo de reducir el riesgo global de la compañía, mejorar su posición competitiva en el futuro, alcanzar una mayor estabilidad y lograr una mayor creación de valor (Haque y Hassan, 2001, Lester y Parnell, 2006). En este sentido, autores como Otto y Marjo-Riitta (1994) señalan el número de productos, entre otros factores, como una variable que influye en la decisión de exportar. Por este motivo, se han incluido en este trabajo las variables tamaño, antigüedad y número de productos de la empresa como variables de control.

3. Datos y Metodología

3.1. La muestra y las fuentes de datos

Para la elaboración de este estudio se han utilizado los datos procedentes de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE). La ESEE es una investigación estadística que encuesta anualmente a un panel de empresas españolas manufactureras sobre distintos aspectos relacionados con su comportamiento estratégico y decisiones, y que incorpora además, información sobre sus Cuentas de Resultados y Balances Contables. La muestra que se presenta es representativa del sector

Tabla 1

Ficha técnica del estudio.

Población	
Unidad	Empresa manufacturera española
Diseño del cuestionario	Fundación SEPI
Tipo de población	Más de 100.000 elementos.
Alcance	Nacional
Periodo temporal	Datos del año 2007
Muestreo	
Tipo de muestreo	Aleatorio estratificado y censal según tamaño de empresa y sector de actividad.
Tamaño muestral	1.846 empresas manufactureras españolas 0,02 ($p=q=0,50$)
Error muestral	95% ($K=2$ sigma)
Nivel de confianza	Soluciones Estadísticas de Productos y
Tratamiento de la información	Servicios (SPSS)

manufacturero español. Este trabajo se centra en el año 2007, previo a la actual crisis económica, con el objeto de que los resultados no se vean afectados por decisiones de las empresas en tiempos de recesión. En la tabla 1 se presenta la ficha técnica del estudio realizado.

3.2. Las variables y su medición

En este trabajo se presentan distintos modelos comparativos, para empresas familiares y no familiares. Dichos modelos analizan la decisión exportadora de la empresa manufacturera española, tomando como variable dependiente la actividad exportadora.

La variable dependiente será una variable dicotómica que tomará valores 0 y 1. Tomará valor 0 si no exporta y valor 1 en caso de que sí

lo haga.

Como variable explicativa en el primer modelo se ha incluido el carácter familiar de la empresa (FAM). Se define como una variable dicotómica que toma valores 0,1. Tomará valor 1 cuando la empresa sea familiar y valor 0 cuando no lo sea. Se intenta analizar así, si el carácter familiar de una empresa puede favorecer a la actividad internacional o viceversa. Se pretende analizar con ello si el carácter familiar tiene una relación negativa con los procesos de internacionalización, como indica la literatura, y si el comportamiento de este tipo de empresas difiere o no de las no familiares.

Tabla 2

Variables de los modelos propuestos.

Tipo de Variable	Aspecto a estudiar	Variable a analizar	Definición	Nombre	Valores
Dependiente	Decisión de exportar de la empresa	Actividad exportadora	Analiza si la empresa exporta o no exporta	EXP	0=No exporta 1=Si exporta
Independientes	Dependencia financiera	Ratio de endeudamiento	Porcentaje de recursos ajenos sobre el total de financiación que tiene la empresa	DEU	Continua (%)
	Carácter familiar	Gestión Familiar	Si la propiedad de la empresa es familiar o no lo es	FAM.	0=No es familiar 1=Si es familiar
	Variable de interacción: Endeudamiento ajustado por el carácter familiar	Ratio de endeudamiento *carácter familiar	Porcentaje de recursos ajenos sobre el total de financiación que tiene la empresa ajustado por el carácter familiar de la empresa	DEU_FA M	Continua (%)
	Estrategias de diversificación	Diversificación	Oferta de productos o servicios pertenecientes a distintos sectores de actividad.	DIV.	0=No diversifica 1=Si diversifica
De control	Tamaño	Número de Trabajadores	Número de trabajadores en la empresa.	TAM.	Continua
	Antigüedad de la empresa	Años	Años que la empresa lleva actuando en el mercado según la fecha de constitución de la misma.	ANT.	0=Más de 50 años. 1=Entre 20-50 años. 2=Menos de 20 años.
Dummy	Sector de actividad	Sector de actividad	Sector en el que realiza la empresa su actividad.	ACT.	Véase tabla 3 y 4.

Tabla 3

Valores y frecuencias de los sectores de actividad.

Valor / industria	Frecuencia	Porcentaje
0 Otras industrias manufactureras	32	1,7
1 Industria cárnica	60	3,2
2 Productos alimenticios y tabaco	172	9,3
3 Bebidas	36	1,9
4 Textiles y vestido	128	6,9
5 Cuero y calzado	42	2,3
6 Industria de la madera	65	3,5
7 Industria del papel	62	3,4
8 Edición y artes gráficas	102	5,5
9 Productos químicos	120	6,5
10 Productos de caucho y plástico	99	5,4
11 Productos minerales no metálicos	145	7,8
12 Metales férreos y no férreos	66	3,6
13 Productos metálicos	235	12,7
14 Máquinas agrícolas e industriales	127	6,9
15 Máquinas de oficina, datos...	23	1,2
16 Maquinaria y material eléctrico	107	5,8
17 Vehículos de motor	92	5,0
18 Otro material de transporte	36	1,9
19 Industria del mueble	97	5,2
Total	1846	99,8
Perdidos Sistema	4	0,2
Total	1850	100,0

Tabla 4

Agrupación de sectores para tratamiento de datos.

Denominación	Definición	Dígitos	Valores
ALI	Alimentación, bebidas y tabaco	0,1, 2 y 3	0=Pertenece al sector 1=No pertenece al sector
TEX.OTR	Textil, calzados, cuero y otros	4, 5, 8 y 19	0=Pertenece al sector
QUIM	Productos químicos, minerales y de la madera.	6, 7,9,10,11,12,13 y18	1=No pertenece al sector
MAQ.TR	Maquinaria y transportes	14, 15, 16, 17	0=Pertenece al sector

El endeudamiento de la empresa (DEU), medido por el porcentaje de recursos ajenos entre el total de pasivo, es un ratio que explica en qué medida la empresa puede financiar su actividad con sus propios recursos y qué grado de dependencia tiene con agentes externos. Como se ha expuesto en la revisión de la literatura, existen evidencias sobre la relación negativa entre la actividad exportadora de las

empresas familiares y su nivel de endeudamiento. En el presente trabajo, se va a analizar si esta variable influye en la actividad exportadora de la empresa y en su caso, en el proceso de internacionalización que pueda estar llevando a cabo, así como las diferencias que pueda haber en la relación de estas variables con las empresas no familiares.

$$DEU = (\text{Recursos ajenos} / \text{Pasivo total}) * 100$$

Se ha añadido también al modelo una variable de interacción: DEU_FAM. El objetivo

es poder analizar si el efecto de la deuda realmente es mayor en las empresas por su carácter familiar. Así ésta variable se define:

$$\text{DEU_FAM} = (\text{Recursos ajenos/Pasivo total}) * \text{Carácter familiar} * 100$$

La diversificación es otra de las variables que se han incluido en los modelos que se presentan (DIV). Esto se debe a que una de las razones que llevan a una empresa a exportar, es intentar conseguir una reducción de su riesgo global, de la misma manera que se puede conseguir con una estrategia de diversificación. Se ha incluido como variable dicotómica que toma dos valores 0,1. Toma valor 1 cuando la empresa diversifica y 0 cuando no lo hace. La empresa no está diversificada si sólo define un producto a 3 dígitos de códigos CNAE y sí diversifica si define más de un producto en distintos códigos, del mismo sector (relacionada) o de distinto sector (no relacionada) (Almodóvar et al., 2009).

La edad de la empresa es un factor que también puede afectar a su proyección internacional (ANT). La literatura confirma que las empresas jóvenes tienen una menor orientación internacional que las más antiguas. Por otro lado, el desarrollo en los mercados internacionales puede llevar tiempo, por lo que aquellas de mayor edad tendrán una mayor penetración en dichos mercados (Smith et al., 2002). De este modo, se ha creado una variable que indica la antigüedad de la empresa. Esta variable toma valores 0,1 y 2, según si la empresa tiene más de 50 años, entre 20 y 50 o menos de 20 años respectivamente. Asimismo, se ha incluido el tamaño de la empresa medido por el número de trabajadores (TAM)..

El tamaño ha sido una de las variables más ampliamente analizadas en la literatura empírica sobre el comportamiento exportador de la empresa (Alonso y Donoso, 1994; Barroso et al., 1998; Bonacorsi, 1992; Calof, 1994). Se considera que aquellas empresas de mayor tamaño tienen una mayor disponibilidad de recursos para iniciar otras actividades. La evidencia generalizada demuestra que un mayor tamaño incrementa la probabilidad de que una empresa exporte y también, aunque el consenso es menor, lo hace la intensidad exportadora (Bonaccorsi, 1992; Wagner, 2001). Por lo tanto, se incluye una variable de control que es el tamaño de la empresa, definida como una variable continua y medida por el número de empleados de la misma.

Por último, el sector en el que una empresa interactúa puede condicionar, de algún modo, su estrategia y sus resultados. Así, se incluye una variable *dummy* para identificar la pertenencia de la empresa a un determinado sector de actividad (López, 2006; Almodóvar et al., 2009). En la tabla 2 se describen todas las variables, con su nomenclatura y medición.

3.3 Metodología de análisis

El estudio que se expone a continuación presenta varios análisis para los cuales se ha empleado un modelo de regresión logística binaria, modelo *Logit*. Este tipo de regresión resulta adecuada, dada la naturaleza de la variable dependiente que se está midiendo en este caso, ya que se trata de una variable limitada, dicotómica, por lo que las técnicas de regresión lineal no resultan adecuadas, debido a que los valores ajustados de una regresión lineal

Tabla 5

Modelos para el análisis.

Modelos	Objeto de análisis	Variable dependiente	Tamaño de la muestra
Modelo 1a	Empresas manufactureras españolas	Dicotómica: Exportación	1.846
Modelo 1b	Empresas manufactureras españolas no familiares	Dicotómica: Exportación	1.136
Modelo 1c	Empresas manufactureras españolas familiares	Dicotómica: Exportación	710

Tabla 6

Estadísticos descriptivos.

Variables del modelo	<i>Modelo 1a</i>		<i>Modelo 1b</i>		<i>Modelo 1c</i>	
	Media (Máx.- Mín.)	Desv. típ.	Media (Máx.- Mín.)	Desv. típ.	Media (Máx.- Mín.)	Desv. típ.
EXP	0,62 (0-1)	0,485	0,61 (0-1)	0,488	0,63 (0-1)	0,483
ANT	1,36 (0-2)	0,699	1,37 (0-2)	0,711	1,35 (0-2)	0,677
FAM	0,38 (0-1)	0,487				
DEU	57,5599 (2-99,9)	22,77242	58,5282 (2-99,9)	22,68463	56,0232 (2,9- 99,5)	22,84331
DEU_FAM	20,95 (0-100)	30,499				
DIV	0,15 (0-1)	0,357	0,16 (0-1)	0,363	0,14 (0-1)	0,346
TAM	243,27 (1-13.290)	725,13	293 (1- 13.290)	857,223	163,67 (3- 7.295)	426,588
QUIM	0,45 (0-1)	0,498	0,46 (0-1)	0,499	0,44 (0-1)	0,496
MAQ.TRA	0,19 (0-1)	0,392	0,21 (0-1)	0,407	0,16 (0-1)	0,365
TEX.OTR	0,20 (0-1)	0,400	0,19 (0-1)	0,394	0,21 (0-1)	0,409
ALI	0,16 (0-1)	0,369	0,14 (0-1)	0,346	0,20 (0-1)	0,400

Tabla 7

Coeficientes de correlación entre variables independientes.

	ANT	FAM	DEU	QUIM	MAQ.TRA	TEX.OTR	DIV	TAM
ANT	1							
FAM	-	1						
DEU	0,018	-	1					
QUIM	0,044	-	0,056	1				
MAQ.TRA	-	-	-0,036	-0,439	1			
TEX.OTR	0,041	0,025	-0,020	-0,455	-0,241	1		
DIV	-	-	-0,016	0,027	0,085	-0,065	1	
TAM	-	-	0,013	0,026	0,139	-0,182	0,089	1
	0,310	0,101						

Para cada par de variables continuas se reporta el coef. de corr. de Pearson; en caso contrario se reporta el coef. de corr. no paramétrica de Spearman.

no tienen la restricción de estar situados entre cero y uno. En la tabla 5 se exponen los modelos con sus características.

4. Resultados

En la tabla 6 se recogen los estadísticos descriptivos de las variables de las distintas muestras.

Como puede observarse, destacan dos variables: la primera es el tamaño empresarial. Como se exponía en la revisión bibliográfica, las empresas familiares tienen en global un menor tamaño que las empresas no familiares, lo cual puede explicar su menor propensión exportadora.

En segundo lugar, el nivel de endeudamiento de las empresas no familiares es ligeramente menor que el de las empresas familiares, no obstante es tan irrelevante la diferencia que es necesario un análisis posterior más exhaustivo desarrollado con otras técnicas.

En la tabla 7 se exponen los coeficientes de correlación de Spearman y Pearson entre las variables independientes.

Inicialmente, se ha hecho un test de igualdad de medias entre empresas familiares y no familiares con las variables dependientes y variables independientes (Tabla 8).

Los resultados muestran que el nivel de endeudamiento presenta una diferencia significativa entre ambos tipos de empresas. Estos resultados pueden dar algunos indicios a las hipótesis planteadas que para poder contrastarlas definitivamente. Por este motivo, es interesante ampliar este análisis con modelos econométricos posteriores.

Tabla 8

Test de igualdad de medias entre empresas familiares y no familiares.

	Diferencia de medias
EXP	0,23
ANT	0,13
TAM.	0,17***
DIV	0,018
DEU	2,50**

p < 0.05; * p < 0.01.

En la tabla 9 se detallan los resultados de los distintos modelos. Puede observarse que las variables de control: tamaño y antigüedad de la empresa, son significativas en los análisis realizados, lo cual aporta robustez a los modelos propuestos. En cuanto a las variables que ocupan el estudio, cabe destacar, que la propiedad familiar de las empresas no es un factor significativo para la toma de decisión

sobre la exportación o no de la empresa ($\beta_{FAM}=0.119$). En este sentido no podemos aceptar la hipótesis 1 propuesta.

También se puede observar que en todos los modelos propuestos, las empresas que pertenecen al sector de maquinaria y transportes son más influyentes en la exportación que las empresas de otros sectores como el de la alimentación, bebidas y tabaco.

Con respecto a los factores que influyen en la decisión de exportar, hay que señalar que en el modelo 1, tanto el tipo 1a como el tipo 1b, explican mejor el comportamiento exportador de las empresas no familiares que el de las empresas de propiedad familiar; véase las respectivas R cuadrado, las cuales son mayores en la muestra de empresas no familiares que en el de las familiares. Si bien es cierto que R cuadrado no son muy altas ($R^2_{1a}=0.19$, $R^2_{1b}=0.23$ y $R^2_{1c}=0.13$), están en línea con otros trabajos, como López (2006) y Robson y Bennett (2000), además los resultados de los porcentajes de acierto de los modelos son aceptables como puede observarse.

Igualmente, se puede observar cómo la diversificación es un factor explicativo ($\beta_{DIV}=0.302^*$). Esto puede deberse a que la diversificación exige una serie de cambios que supone romper con la situación presente de la empresa. La empresa familiar no siempre está dispuesta a llevar a cabo políticas que impliquen la ruptura de la tradición. Éstas, caracterizadas por la aversión a los cambios que impliquen riesgos, como ya se ha puesto de manifiesto, pueden no ver en la diversificación una estrategia de disminución del riesgo global, sino todo lo contrario.

No obstante, los resultados más interesantes desde el punto de vista de la segunda hipótesis formulada se obtienen en el modelo 1a. Dicho modelo se ha estimado con la variable DEU y, posteriormente, con la variable interacción. La primera estimación da indicios de que esta variable es influyente a la hora de que una empresa se decida por exportar y ampliar negocio en el extranjero ($\beta_{DEB}=-0.006^{**}$), sin embargo, no se puede deducir que sea por el carácter familiar de la misma. En la segunda

Tabla 9

Análisis logístico binario. Variable dependiente EXP.

Variables independientes	<i>Modelo 1a. Total empresas</i>				<i>Modelo 1b Empresas no familiares</i>		<i>Modelo 1c Empresas familiares</i>	
	Con variable DEU		Introduciendo variable interacción DEU_FAM		Coefficiente	Error Estándar	Coefficiente	Error Estándar
ANT	-0,327***	0,087	-0,324***	0,087	-0,256**	0,114	-0,438**	0,140
FAM	0,119	0,111	0,632**	0,302				
DEU	-0,006**	0,002	-0,003	0,003	-0,003	0,003	-0,010**	0,004
DEU_FAM			-0,009*	0,005				
DIV	0,302*	0,161	0,303*	0,161	0,327	0,210	0,285	0,255
TAM	0,005***	0,000	0,005***	0,000	0,007***	0,001	0,003***	0,001
TEX.OTR	0,126	0,176	0,140	0,177	0,169	0,245	0,179	0,262
QUIM	0,060	0,156	0,079	0,156	0,346	0,217	-0,261	0,229
MAQ.TR	0,941***	0,199	0,955***	0,199	1,061***	0,265	0,902***	0,313
CTE.	0,395	0,231	0,165	0,262	-0,191	0,314	1,178***	0,322
R ² de Cox y Snell	0,188		0,19		0,235		0,139	
Porcentaje de aciertos del modelo	72.6		73.0		74.8		67.7	

* p < 0.1; ** p < 0.05; *** p < 0.01.

estimación del modelo, se ha introducido la variable de interacción: DEU_FAM, la cual se muestra significativa ($\beta_{FAM*DEB} = -0.009^*$). Gracias a esta variable de interacción sí puede deducirse que el efecto de la deuda es mayor en las empresas familiares que en las no familiares a la hora de exportar.

A estos resultados hay que añadir los obtenidos en el modelo 1b y 1c ya que los corroboran ($\beta_{DEB_1b} = -0.003$, $\beta_{DEB_1c} = -0.010^{**}$). En este análisis se pone de manifiesto que el endeudamiento es significativo para las empresas familiares, al contrario que para las empresas no familiares a la hora de tomar decisiones de exportación. Esto se puede deber a que las empresas no familiares no condicionan su actividad exportadora por el hecho de endeudarse, sin embargo, las familiares sí lo hacen. Como ya se apuntó en la revisión de la literatura, este tipo de empresas prefiere acudir a las fuentes de financiación propia, antes que al endeudamiento para financiar sus inversiones y sus procesos de expansión y cambio. Por otra parte, puede verse que la relación entre las

variables exportación y endeudamiento es negativa. En este sentido se puede aceptar la hipótesis 2 propuesta.

5. Conclusiones

Los resultados obtenidos parecen concluir que el carácter familiar de una empresa no influye en su decisión de exportar. Así mismo, de los resultados se desprende que ciertos factores, cuya influencia sobre las empresas ha sido contrastada por la literatura desde un punto de vista general, pierden poder a la hora de explicar la decisión de exportar en el caso de las empresas con propiedad familiar.

Las dificultades asociadas a la toma de decisiones de exportación de la empresa familiar pueden ser mayores si no se dispone de una holgada financiación interna para abordar el proceso. En este caso, la solución pasa por encontrar financiación externa, mediante deuda o bien mediante ampliaciones de capital. La literatura demuestra que las empresas familiares

no suelen acudir a las ampliaciones de capital, si eso supone la entrada de accionistas no familiares y la consiguiente pérdida de control de la compañía por parte de la familia. Así pues, la otra opción posible es acudir a la financiación ajena; sin embargo, los resultados del modelo muestran que las empresas familiares intentan endeudarse lo menos posible, optando en ocasiones por no llevar a cabo la estrategia de exportación si por ello tienen que incrementar su dependencia financiera, dado que esto supone una entrada de acreedores en el pasivo del balance. Esto produce efectos negativos en la actividad exportadora, puesto que, como puede observarse en los resultados, ambas variables: endeudamiento y exportación, se relacionan de forma significativa con signo negativo.

Igualmente, atendiendo a los distintos factores que han explicado tradicionalmente la exportación de las empresas, como puede ser la diversificación, la cual siempre ha tenido un papel positivo en el fomento de la exportación en general, no se corresponde con los resultados obtenidos para las empresas familiares, ya que este factor se muestra como no significativo. Por su parte, otros factores también estudiados a lo largo de la historia empresarial, como el tamaño, la antigüedad y determinados sectores de actividad, sí contrastan sobradamente la relación positiva que mantienen con la actividad exportadora, tanto para las empresas familiares como para las no familiares.

Una de las conclusiones más significativas de la investigación realizada está relacionada con el ratio de endeudamiento, la estructura de capital de la empresa familiar y la actividad exportadora de la empresa. En este sentido, el endeudamiento es un factor influyente en su decisión de exportar. La internacionalización lleva asociado un importante grado de incertidumbre para una empresa normalmente pequeña, centrada en un mercado nacional (e incluso local), con un equipo directivo más bien conservador, reacio a asumir riesgos, y en las que se integran una cultura y unos valores tradicionales. Por ello, las motivaciones para iniciar este proceso van más allá de la capacidad de endeudamiento de la empresa, cobrando fuerza otros factores que no han sido objeto de

análisis en el presente trabajo como son las ventajas competitivas, las alianzas estratégicas, etc.

En conclusión, algunos factores que explican la internacionalización de la empresa en general, no coinciden con los que influyen en la toma de decisiones de la empresa familiar, véase el caso de la diversificación. Mientras que otros factores tradicionalmente estudiados, como el tamaño, la actividad o la antigüedad, sí se mantienen. No obstante, uno de los principales obstáculos que hace que la empresa familiar exporte en menor medida que la empresa no familiar, es la necesidad de financiación que requieren las inversiones para llevar a cabo un proceso de este tipo. En este punto, el objetivo de crecimiento mediante la internacionalización de la empresa familiar se enfrenta a los intereses y demandas de la familia; máxime cuando dicha decisión supone arriesgar la riqueza de la misma y su medio de vida, por lo que suelen ser inversores más conservadores y cautos a la hora de tomar este tipo de decisiones.

Es necesario señalar que este conflicto de intereses perjudica el valor y el futuro desarrollo de la empresa familiar, ya que debido al ambiente externo altamente complejo y cambiante en que nos encontramos actualmente, es preciso alcanzar los parámetros de competitividad y renovación estratégica que el entorno impone para asegurar su supervivencia y continuidad.

En definitiva, los resultados obtenidos clarifican la práctica empresarial de las empresas familiares y pueden tener implicaciones a la hora de implementar políticas de impulso a la actividad exportadora y futura internacionalización de este tipo de empresas con el fin de garantizar su continuidad, especialmente en momentos económicos adversos como el que atraviesa España en la actualidad.

6. Bibliografía

Almodóvar, P., Navas, J. E. y Huerta, P. (2009). La tipología estratégica como factor determinante de la empresa conjunta internacional. *Investigaciones Económicas*, 33(3), 407-438.

- Alonso, J. A. y Donoso, V. (1994). *Competitividad de la empresa exportadora española*. Madrid: Editorial ICEX.
- Anderson, R., Mansi, S. y Reeb, D. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263-285.
- Aronoff, C. y Astrachan, J. (1996). Reducing the risks of family-business growth. *Nation's Business*, 84 (3), 52-53.
- Barroso, C., Casillas, J. C. y Galan, J. L. (1998). Tamaño y rendimiento de las empresas exportadoras. AEDEM, Benalmádena, 61-69.
- Barry, B. (1975). The Development of Organization Structure in the Family Firm. *Journal of General Management*, 3(1), 42-60.
- Blanco, V., De Quevedo, E. y Delgado, J. (2009). La estructura financiera de la empresa familiar y el cambio generacional. *Revista española de financiación y contabilidad*, 38(141), 57-73.
- Bonacorsi, A. (1992). On the relationship between firm size and export intensity. *Journal of International Business Studies*, 23(4), 605-35.
- Calof, J. (1994). The relationship between firm size and export behavior revisited. *Journal of International Business Studies*, 25(2), 367-387.
- Casillas, J.C. y Acedo, F.J. (2005). Internationalisation of Spanish Family SMEs: An analysis of Family Involvement. *International Journal of Globalisation and Small Business*, 1(2), 134-151.
- Chaganti, R. y Damanpour, F. (1991). Institutional ownership, capital structure and firm performance. *Strategic Management Journal*, 12(7), 479-491.
- Claver, E., Rienda, L. y Quer, D. (2006). El comportamiento de las empresas familiares y no familiares en los mercados extranjeros: un estudio comparativo. *Cuadernos de Gestión*, 6(2), 11-25.
- Claver, E., Rienda, L. y Quer, D. (2009). Family Firms' International Commitment: The Influence of Family-Related Factors. *Family Business Review*, 22 (2), 125-135.
- Corbetta, G. (1995). Patterns of development of family businesses in Italy. *Family Business Review*, 8(4), 255-265.
- Davis, P. y Harveston, P. (2000). Internationalization and organizational growth: the impact of Internet Usage and Technology involvement among entrepreneur-led family businesses. *Family Business Review*, 13(2), 107-120.
- Fernández, Z. y Nieto, M.J. (2005). Internationalization Strategy of Small and Medium-Sized Family Businesses: Some Influential Factors. *Family Business Review*, 18(1), 77-89.
- Fuentes, G., Vallejo, M. y Fernández, R. (2007). Factores a tener en cuenta en la expansión de la empresa familiar. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 13(2), 75-96.
- Fuentes, G., Vallejo, M. y Fernández, R. (2007). Aspectos determinantes en la internacionalización de la empresa familiar. *Revista de Estudios Empresariales*, 1, 38-54.
- Fuentes, G. y Fernández, R. (2010). Strategic alliances in the internationalization of family firms: An exploratory study on the Spanish wine industry. *Advances in Management*, 3(6), 45-54.
- Gallo, M.A. y Sveen, J. (1991). Internationalizing the family business: facilitating and restraining factors. *Family Business Review*, 4(2), 181-190.
- Gallo, M.A. y García-Pont, C. (1996). Important factors in family business internationalization. *Family Business Review*, 9(1), 45-59.
- Gallo, M.A., Tàpies, J. and Cappuyns, K. (2004). Comparison of family and nonfamily business: Financial logic and personal preferences. *Family Business Review*, 17(4), 303-318.
- Gallo, M.A., Klein, S., Tomaselli, S., Montermerlo, D. and Cappuyns, K. (2009). *La empresa familiar multigeneracional*. Navarra: EUNSA.
- Graves, C., y Thomas, J. (2008). Determinants of the Internationalization Pathways of Family Firms: An Examination on family business. *Family Business Review*, 21(2), 151-167.
- Habbershon, T.G. y Williams, M.L. (2000). A model for understanding the competitiveness of family-controlled companies. In P. Poutziouris (ed) *Tradition or entrepreneurship in the new economy*. Manchester Business School, 94-115. Manchester.
- Haque, M., y Hassan, M.K. (2001). Diversification as a corporate strategy for a family-controlled business group in a frontier market. *The Journal of Social, Political, and Economic Studies*, 26(4), 719-758.
- Hill, C., y Kim, W. (1990). Searching for a dynamic theory of the multinational enterprise: A

transaction cost model. *Strategic Management Journal*, 11, 117-128.

Hutchinson, R. (1995). The capital structure and investment decision of the small owner-managed firm: Some exploratory issues. *Small Business Economics*, 7(3), 231-239.

Johanson, J. and Vahlne, J. (1977). The internationalization process of the firm - a model of knowledge development and increasing foreign market commitments. *Journal of International Business Studies*, 8, 23-32.

Johanson, J. and Vahlne, J. (1990). The mechanism of internationalisation. *International Marketing Review*, 7(4), 11-24.

Johanson, J. and Wiedersheim, F. (1975). The internationalization of the firm- four Swedish cases. *Journal of Management Studies*, 12(3), 305-22.

Karlsson, A. (2001). En famille: Invisible managers in owner families. Academic Research Forum Proceedings. FBN 12TH Annual World Conference Rome. University School of Management, Bocconi.

Lansberg, I. (1999). Succeeding generations: Realizing the dream of families in business. Boston, Ma: Harvard Business School Press.

Lester, D., y Parnell, J. (2006). The Complete Life Cycle of a Family Business. *Journal of Applied Management and Entrepreneurship*, 11(3), 475-487.

López, J. (2006). La internacionalización de la empresa manufacturera española: Efectos del capital humano genérico y específico. *Cuadernos de Gestión*, 6(1), 11-24.

López-Cózar, C. y Priede, T. (2009). Empresa familiar claves para su supervivencia en un mundo cambiante. La Coruña. Netbiblo.

López-Gracia, J. y Aybar-Arias, C. (2000). An empirical approach to the financial behaviour of small and medium sized companies. *Small Business Economics*, 14(1), 55-63.

Luostarinen, R. (1970). Foreign operations of the firm. Helsinki: Helsinki School of Economics.

Luostarinen, R. y Hellman, H. (1994). The internationalization processes and strategies of Finnish family firms. CIBR Research Papers, Helsinki.

Lussier, R., y Sonfield, M. (2009). Founder influences in family businesses: analyzing combined data from six diverse countries. *Journal of Small Business Strategy*, 20(1), 103-118.

Majocchi, A. and Zucchella, A. 2003. Internationalization and Performance: Findings from a Set of Italian SMEs. *International Small Business Journal*, 21(3): 249-268.

Manolova, T., Brush, C., Edelman, L. and Greene, P. 2002. Internationalization of Small Firms: Personal Factors Revisited. *International Small Business Journal*, 20(1): 9-31.

Martín, J. (2004). Formas de entrada en los mercados exteriores. *Boletín Económico del ICE, Información Comercial Española*, 2823, 33-48.

Martín, J. y Cabrera, K. (2007). La gestión del marketing estratégico en la pequeña empresa familiar. *Cuadernos de Gestión*, 7(1), 85-100.

Menéndez, S. (2005). Growth and Internationalisation of Family Businesses. *International Journal of Globalisation and Small Business*, 1(2), 122-133.

Miller, D., Le Breton-Miller, I., y Lester, R. (2010). Family and Lone Founder Ownership and Strategic Behaviour: Social Context, Identity, and Institutional Logics. *Journal of Management Studies*, 48(1), 1-25.

Myers, S. y Majluf, S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economy*, 13(1), 187-221.

Okoroafo, S.C. (1999). Internationalization of family businesses: Evidence from Northwest Ohio, USA. *Family Business Review*, 12, 147-158.

Okoroafo, S.C., y Perry, M. (2010). Generational Perspectives of the Export Behavior of Family Businesses. *International Journal of Economics and Finance*, 2(3), 15-24.

Otto, A., y Marjo-Riitta, R. (1994). Prediction of export intentions - managing with structural characteristics? *Scandinavian Journal of Management*, 10(1), 17-27.

Pla-Barber, J. (2001). The internalisation of foreign distribution and production activities. New empirical evidence from Spain. *International Business Review*, 10, 455-474.

Poutziouris, P. (2001). The views of family companies on venture capital: Empirical evidence from the UK small to medium-size enterprising economy. *Family Business Review*, 14(3), 277-291.

Quintana, J. (2007). La internacionalización de la empresa familiar española. *ICE*, 839, 113-120.

Robson, P., y Bennett, R. (2000). SME growth: The relationship with business advice and external collaboration. *Small Business Economics*, 15(3), 193-208.

Rodríguez, R., y López, M. (2004). La empresa familiar exportadora. El caso de las empresas de congelados y conservas de pescados, moluscos y crustáceos. *Revista Galega de Economía*, 13(1), 1-19.

Romano, C., Tanewski, G., y Smyrnios, K. (2000). Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of Business Venturing*, 16 (3), 285-310.

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.

Sacristán, M., Rico, G. y Lafuente, C. (2011). La conducta exportadora de las Pymes y de las empresas familiares: ¿siguen una aproximación incremental? *Revista de Empresa Familiar*, (1) 1, 7-21.

Shu Ling Lin, y Ming Fung Wu (2010). Family ownership and risk-taking: Exploring nonlinear effects in financial industry. *African Journal of Business Management*, 4(17), 3738-3751.

Smith, V., Strojer, E., y Dilling-Hansen, M. (2002). Export performance and Investment in RyD, WP 2002/4. The Danish Institute for Studies in Research and Research Policy.

Sonfield, M., y Lussier, R. (2004). First-, Second-, and Third-Generation Family Firms: A Comparison. *Family Business Review*, 17(3), 189.

Swinth, R., y Vinton, K. (1993). Do family-owned business have a strategic advantage in international joint ventures? *Family Business Review*, 4(2), 19-30.

Vahlne, J., y Nordström, K. (1993). The internationalization process: impact of competition and experience. *International Trade Journal*, 7(5): 529-548.

Wagner, J. (2001). A note on the firm size-export relationship. *Small Business Economics*, 17, 229-237.

Westhead, P., Wright, M., y Ucbasaran, D. (2001). Internationalization of New and Small Firms: A Resource-Based View. *Journal of Business Venturing*, 16, 333-358.

Governance bodies of family business

Jorge Rodrigues^{a*} · María Amélia André Marques^b

^a*Instituto Politécnico de Lisboa, Lisboa, Portugal*

^b*Instituto Politécnico de Setúbal, Setúbal, Portugal*

DATOS ARTÍCULO

Historial:

Recibido 09-02-2013

Aceptado 10-05-2013

Palabras clave:

Gobierno corporativo

Empresa familiar

Negocios familiares

Family office

Códigos JEL:

L25, L26, M10

RESUMEN

La importancia que la Empresa Familiar tiene en la economía actual hace necesario el análisis de los procesos de decisión de estas empresas, particularmente aquellos que tienen que ver con el círculo familiar que ejerce el control de las mismas. Para poder comprender estos procesos y su relación con los subsistemas de decisiones, debemos separar los procesos de la empresa de los procesos familiares, también hay que tener en cuenta que los negocios familiares tienen recursos de la propia familia que están relacionados con el funcionamiento de la Empresa.

ARTICLE INFO

Article history:

Received 09-02-2013

Accepted 10-05-2013

Keywords:

Corporate governance

Family firm

Family businesses

Family office

JEL codes:

L25, L26, M10

ABSTRACT

The importance that family firms have in today's economy requires that one understands the decision making process in these types of firms, particularly the decision making process that stem from within the family circle that controls the firm. In order to understand these processes and the relationship between the two "subsystems of decision-making" one must separate the family's resources from the family's resources that has been engaged in the business.

* *Autor de contacto.*

Correos electrónicos: jjrodrigues@iscal.ipl.pt, amelia.marques@esce.ips.pt

1. Introduction

Family firms have become an important field of study in the last 20 years. The increasing role of these firms in modern economy has drawn the attention of academics. Notwithstanding the terminology used to name these firms, academics became aware that there was very little information about these “economic cells” that represent some of the most important driving forces of today’s economy.

Family firms can be understood as the network of personal and organic relationships, between people belonging to the same family businesses, which influence corporate governance. These networks encompass four dimensions - affective, financial, informative and political – that differ in each firm. The weight of each dimension in each family firm’s network characterizes the degree of influence of corporate governance in the firm. Family firms resort to flexible control mechanisms to solve their internal conflicts (Hirigoyen, 2002). For example, the division of power endorsed to the board of directors (governance structure) and to the directors (executive structure) should help to overcome and/or enable certain issues such as the continuity of family businesses’ ownership control of capital, the legitimacy of that continuity and the economic viability.

Similar to other large organisational structures, family businesses’ also create a set of policies, principles and practical recommendations, in order to position and improve themselves in their domain, as well as to guide their mode of operating and their development. Firms create a number of artifacts and corporate structures in order to reinforce family harmony, ownership and control, the preservation of their wealth, as well as to leave a legacy for future generation, and thus to reinforce family governance (Carlock *et* Ward, 2010). Although there is evidence of these artifacts and corporate structures (ex. written mission and values, letter, corporate committees), there appears to be very few studies about family businesses’ behavior. The analysis of family businesses’ behavior presumes understanding the relationship among family members. To be more specific, it requires

the analysis of how family members separate their different roles and interests (personal, family and business), which are sometimes antagonistic. Thus, it requires the analysis of the family’s network of relationships and how they manage to overlap or connect their different roles and interests. According to Rodrigues (2008), this is achieved through the adoption of a “family businesses system” that manages the balance between its members. This systems usually requires that members that take seat in the firms bodies do not accumulate different functions. This enables the members to act more freely and to guarantee more transparency in the presentation of the firms accounts. It also enables members to participate more at liberty in identifying and defining new changes or improvements that have to be made.

In both family firms and family businesses there is a coexistence of bodies of control and bodies of execution, having each its own, that is, a different composition. There are however differences in the governance of family businesses and family firms. In family businesses’ governance focuses fundamentally on having clear rules about the family’s property and how to manage the family firm in a responsible manner that protects and uses its patrimony in a coherent way with the family firm’s past, present and vision of the future. Whereas, management, in family firms, is done directly by the shareholders (or partners). They use different governance mechanisms that do not allow the interference of family businesses issues in the family firm’s aims.

The study of family businesses is still very confined to certain restricted domains and geographical poles and the access to information depends largely on the relationship and trust between the researchers and family members. Therefore, it is not surprising that the analysis of these firms are emerging as small pieces of a larger puzzle that will eventually be possible to piece together in order to have a more holistic view of this field. Our intention in this work is to contribute with one more “puzzle piece”. In order to do so we aim to describe the governance bodies of the family businesses. Thus, the aim of this paper is to present a theoretical exploratory

and descriptive essay about the governance bodies of family businesses and the governance of family firms.

In the first chapter we provide a framework to understand the specificity of family firms, in which we focus on the distinction between family firms and family businesses. It is followed by the explanation why it's important for the family businesses' harmony and peace to separate the family's patrimony and the family's business patrimony, that is, the family's patrimony that is allocated for the business. Last but not least, and before a brief conclusion, we describe six governance bodies of family businesses that should, according to Leach (2011), contribute to the peace and harmony of family businesses.

2. Theoretical framework

In this chapter we present a brief and concise description of the concepts of family firm and family businesses, as well as the reciprocal relationships between them.

2.1. Family firm

The family firm is a firm¹ that has its origins and history linked to a family (Bernhoeft *et Gallo*, 2003) or a firm that is clearly identifiable with a family for at least two generations (Donelley, 1964). According to Davel *et al.* (2000) to be considered a family firm, a firm must congregate four characteristics, namely:

- a) The family businesses must have ownership of company's property and it can hold total, major or minor control;
- b) The family businesses must influence the definition of the firm's strategic management directives;
- c) The firm's values should be identifiable and influenced by the family's businesses;
- d) The family businesses should determine the succession process of the firm.

There is no consensus as to what type of organisation or firm can be classified as a family firm (Allouche *et Amann*, 2000). The main criteria that has been used to classify companies as family firms (Gersick *et al.*, 1997; Dyer, 1983) are linked to the ownership of business, the family values and traditions, the family's control and the influence of family businesses in company management and the control of the succession process. The family firm can be considered as a firm in which one or more families have ownership control and governance and also participate in the management of the firm. As an economic cell the family firm has the same characteristics as any other firm. The fundamental difference lies in the close connection with a family group that has direct influence in its governance and management (Colin *et Colin*, 2008). From an economic and juridical standpoint this implies that the family firm must comply with three requisites:

- a) family businesses should be able to exercise shareholders control over the company, either because it has the majority of the votes or because it has the power to authoritatively influence the governance of the company or society in some fundamental aspects.;
- b) family businesses should have a relevant presence in the governing bodies of the company or society;
- c) there should be direct participation of a member of the family in the top management of the company;

Hoever, apart from these three quantifiable requisites what provides the firm with its true "family" specificity is a qualitative variable, namely the assurance of generational continuity as a strategic goal of the firm. The generational continuity stems from the need of founders and successors to maintain ownership control, governance and management in the family (Floriani, 2007).

In any known economy, family firms are fundamental in the economic activity as demonstrated by their participation in creating wealth and employment. Their increasing importance appears to be reflected on their role in driving the entrepreneurial activities, in their

¹ In this work we'll make no distinctions between the concepts of "firm" and "company".

capacity to undertake and their contribute to innovation. Today, family firms face five vital challenges (Steinberg *et Blumenthal*, 2011):

- a) assure the continuity of succeeding generations;
- b) increase their dimension;
- c) professionalise their management;
- d) Improve technological and industrial systems of innovation;
- e) Internationalise.

To exceed these challenge family firms must be able to adequately explore their critical factors of success. These can be succinctly summarised in the following (Carlock *et Ward*, 2010): company vision; strategic long-term planning; agility and flexibility that's granted by the concentration of ownership; the guarantee of the stability in basic principles and fundamental strategic directives; the development of social responsibility; the quality of goods and services; and, personalised human resource management policies.

2.2. Family businesses

Family businesses can be defined as a group of people with family ties that promote the adoption of "best practices" and the development of competitive advantages in business they own, based on the assumption that these firms were or are a source of generating value for them elas (Floriani, 2007; Zapatero *et al.*, 2012). The continuity of family business is generally low in the sense that most firms do not last more than three generations. Nonetheless, most of the "crisis" in these firms stem from involuntary factors, because no businessman, that has founded a firm and has involved his family, would think to jeopardise his business or the family relationships. These crises are a result of unintentional confusion that stems from the system of relationships and idiosyncrasies, between "firm" and "family", in which family members perform different roles, as well as from the lack of information about the specificity of the system. Over time crises may trigger a gradual loss of business competitiveness and

eventually, in some cases, there comes a time when under family ownership the firm may no longer be viable in the market (Kets de Vries *et al.*, 2008; Tondo, 2008). Crises may not only imply the loss of family wealth, but sometimes they lead to the deterioration of family relationships. According to some authors, such as Kets de Vries *et al.* (2008), Leach (2011) and Casillas *et al.* (2005), all the businessmen that accomplished success in their firms and want to maintain ownership, the management and the control in the following generation should seize the opportunity to participate in the process of change of the family businesses, otherwise this change may represent a threat or a weak point. Bornholdt, (2005) refers that, when initiating the change process, one important aspect to be considered is the responsibility of the businessman in preventing and/or avoiding that the relationship between the family and the firm becomes a threat or a risk. According to the author, when a firm cannot attain success in the long term it affects not only the family (owners) but also the other organisational constituents, such as the employees, suppliers, State, clients, financial system, etc.

The process of change of the family businesses is, generally, gradual and structured. It includes the analysis, assessment, definition and implementation of a number of activities in order to:

- a) Assure the competitiveness of the firm and its continuity as a source of economic well-being of the family. This is achieved by implementing "best practices" of management and corporate governance of family owned firms. Thus, this is achieved by professionalizing management. One must not forget that some of these companies operate in highly competitive markets with high risks – economic, financial and reputational – the emergence of new products and new forms of competitiveness that have impacts on company's performance.

- b) Constitute and/or maintain the family, or some members, as part of the work team. For the family business to succeed it's important to maintain the family, that is, a set of people with the same values, goals and rules in relation to the

firm that they own or will own. Thus, the family must be

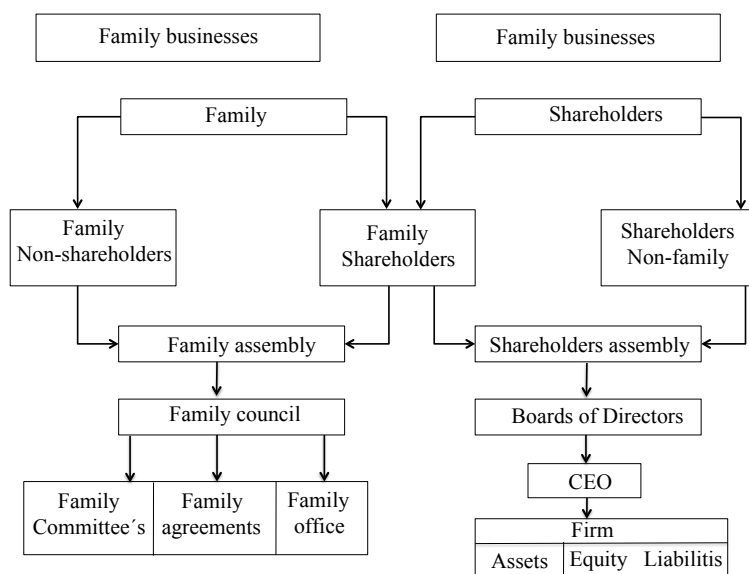
- 1) United to the family’s project in relation to the firm;
- 2) Prepared for the roles that they will have to perform;
- 3) Committed, in order to prevent and avoid the above mentioned confusion between family and business.

The family businesses has less risk than the family firm. Thus, notwithstanding the fact that most firms tend to lose a significant part of their wealth, and in some cases disappear, during or after the second generation, the former – family businesses – are prone to create more value for its members. When compared to family businesses, the risk for family firms is higher as to the following: integrating new partners; credit rating; stock market entry; asset restructuring. Because the boundary between the family and firm is very diffuse, the participation of the family in the formulation of a family protocol

helps initiate the process of change, but the protocol does not inoculate the family and/or the firm from its conflicts or crises (Bernhoeft *et* Gallo, 2003; Bornholdt, 2005). Nevertheless, the existence of a protocol prepares the family and/or the firm to handle difficult situation and also to prevent them from occurring. One must note, that a family businesses is not a common family, because it’s a family that has professional and corporate ties. In the long term the survival of family businesses requires not only suitable policies of consumption and investment, but also the constant reinforcement of moral values upon which the family’s wealth was created in its previous generations. The evolution of these firms and the need to manage the increasing complexity of both family and firm also requires the formulation of family agreements.

Family firms face exactly the same problems as publicly traded companies added to the problems connected with the family (Colin *et* Colin, 2008). Similar to any other company, it is

Figure 1
Structures and Complexity Of Family businesses.



common to promote people, to compromise and monitor them in achieving the company's goals, to fire them if they don't comply with the job's requirements or the firm's goals, and so forth. The difference in a family firm is that these decisions affect members of the family - a father, a sibling, a son or daughter, a cousin - which amplifies their magnitude and have repercussions within the family businesses. These repercussions depend on family businesses' behavior and, more specifically, on how they communicate and on their values. Most family businesses face these processes without big trauma, because they have structures, organizational cultures and values that enable them to discuss matters and solve conflicts, that is, they have structures that enable them to create consensus. Some family businesses' conflict is constant and that leads them to separate. Other family businesses don't have any discussion and simply avoid conflict, and there are a few that simply live resentful.

Notwithstanding family businesses' choices in solving their problems, there is a way to minimise the impacts of these problems and that is to establish a form of organisational governance for each of the subsystems (Figure 1). In family businesses the separation between the public and private arena appears to be clear in the firm's formal discourse but in practice it appears undistinguishable and difficult to accomplish. For both subsystems to coexist, in peace and harmony, the overlapping of roles performed by members of the family businesses should be avoided. Next we'll present the Governing bodies of family businesses.

3. Governing bodies of family businesses

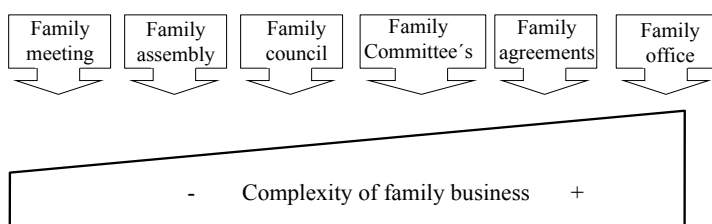
As the complexity of the family firm increases (second generation siblings, cousins consortiums) more complex the family businesses becomes (Figure 2). It then becomes necessary to create formal mechanisms of coordination, planning and organisation of family meetings. In this paper we distinguish six levels of complexity of family businesses bodies, namely: family meeting; family assembly; family council; family committee; family agreements; and family office.

3.1. Family meeting

The family meeting is the simplest form of organising family businesses encounters (Casillas *et al.*, 2005). Family meeting are found in first generation family firms constituted by only one family cell, that usually includes the businessman, the spouse and their direct descendants. The simplicity of this form of encounter requires no formalisation. Most of the times, meetings are held during meals and/or in convivial situations. When there are no descendants or when they're underage, the meetings are no more than conversations between the couple. The content of the meetings depends, mainly, on the life cycle stage the family businesses' members are in. In the first stage the meetings focus on the distribution of domestic tasks, the payment of education fees and allowances for their children, and planning leisure. In this stage the businessman tries to communicate, in an implicit manner, the culture

Figure 2

Complexity of the family bodies.



values that shape his business activity. As the children grow older, other themes are addressed in family meetings. These include information about the rights and obligations of owners and managers, the family business' expectations and the development plan to achieve them, as well the planning of the children's business education. In this stage the firm's culture is communicated explicitly to the children. In the final stage, when the children or descendants are old enough to make their career choices, and/or define their career paths, the family meetings focus on the debate about the aspirations and intentions of both parties, that of the businessman and the descendants, about the future of the family firm.

3.2. Family assembly

The family assembly is a representative body of the family businesses (Bornholdt, 2005; Carlock *et Ward*, 2010). It consists of a formal meeting in which participate all members of the family that have ownership of the firm. The family assembly is a specific and institutionalised body of family firms that have surpassed the stage that the firm had only one family cell. It is present in firms owned by siblings or cousins' consortium that don't have a large number of members. Usually it's the family member that's responsible for the governance of the family firm or responsible for the leadership and control of the executives' functions that calls the family assembly. Nevertheless, this is not mandatory. One of the sensitive matters in relation to the family assembly is the criteria used to select who participates. Some of those criteria include: age; "next of kin" or related family; requirements to vote, etc. The way the family assembly operates should be regulated by the family protocol that defines the following: who will chair the assembly; the frequency of the meetings; the criteria to vote; and all the matters the family businesses considers important. The meetings generally take place once or twice per year. The decisions made in family assembly generally focus on:

a) Dividend policy;

- b) The design and election of the Board;
- c) Directors' performance appraisal;
- d) The goals of business' revenue

3.3. Family council

As the complexity of the family firm increases the family assembly becomes an insufficient structure to organise efficaciously the complicated web of family and business relationships. To obviate this problem, family businesses should, according to Leach (2011) and Floriani (2007), consider the implementation of a family council. The family council is ore restricted than the family assembly and it represents the different branches of the family (Leach, 2011; Floriani, 2007). Unlike the family assembly, the family council is a fixed structure that meets frequently to discuss current firm and family issues. Thus, the family council regulates the family businesses relationships with other subsystems of the three-dimensional model (ownership and business). The family council is, as mentioned before, a restricted group designed to discuss family issues and to align and/or fit the expectations of the members of the family businesses in relation to the organisation. The family council is the body responsible for the preparation and formalisation of the document that regulates all the activities and relationships within the family firm, that is, it's responsible for the creation of the Family Protocol.

As the main practices of the family council one can highlight the following:

Definition of limits between family and business interests;

Preservation of family values (concerning history, culture, and shared vision);

Definition of criteria to protect wealth, to increase growth, diversification and to manage movable and immovable assets;

- a) Designing of mechanisms that enable to anticipate solutions in case partners exit the firm;
- b) Succession planning , the transmission of goods and heritage;

- c) Visualising the firm as a factor of unity and continuity of the family;
- d) Safeguard the family members for the succession in the firm, by taking into consideration the vocational aspects, professional future and continuous education of family members;
- e) Definition of criteria to appoint members for the board of administration.

The aims of the family council, as a governance body of the family businesses, must not be confused with the goals of the board of administration (administration body of the family firm). The aims of the family council are to manage the balance between the different branches in the family and to define the grand strategies for the family firm.

3.4. Family committees

The family council can create specialised committees ad-hoc every time it considers necessary. In general, the purpose of these committees is to approach, research and recommend solutions for specific issues that preoccupy the family businesses (Bornholdt, 2005).

3.5. Family agreements

When family firms and family business increase their complexity there is a need to establish agreements and consensus amongst family members. The family agreements are expressed in the “family Protocol” and they represent a fundamental instrument of management in these type of firms (Bernhoeft *et* Gallo, 2003; Bornholdt, 2005; Carlock *et* Ward, 2010; Leach, 2011). Although the agreements are more emotional than rational, what is important is not what so much the written word (what is formalised) but what the people involved think and feel about it. The formulation of a legally written family protocol can be one of the most valuable assets or legacy the family leaves to future generations. This is so, because there is nothing more painful, in a family firm, than disagreements that expose old family

wounds and misunderstanding and lead members to become inflexible, polarise their positions and oppose each other. If the latter happens the firm becomes simultaneously a witness and a hostage of the family businesses. Nonetheless, firms tend to prevent this type of conflicts by creating, through consensus, a set of behaviour guidelines to minimise conflict and avoid wrongful decision making. Hence, in this sense the family protocol serves as a preventive method of solving problems that may arise in the future (Steinberg *et* Blumenthal, 2011).

The family protocol should be consensual and unanimous agreement developed by the family members of one or more ownership families and the family firm. The formalisation of the agreement is important for it to serve as the basis for the code of conduct of the firm, which embodies a set of rules about work, governance and ownership. These rules regulate the relationship between the family members and between the family and the firm. Hence, the purpose of the family protocol is to regulate the corporate organisation and the professional and economic between the family and the firm relationships (Tondo, 2008). The family protocol also emerges as a solution to address the ever-present problem in these firms, namely, the connection among capital ownership, governance and succession.

On the overall, the family agreements’ mission is to serve as an instrument to regulate all the aspects related to the family firm. The formulation of the rules that constitute the family agreements must meet with some basic requirements, such as:

- a) Good communication;
- b) Generosity and respect among family members;
- c) Recognition of respect as a fundamental quality;
- d) Commitment with the business’ success;
- e) To take responsibility for the work that is done;
- f) To invest in family training;

- g) To fulfil the professional expectations of the family leaders;
- h) To be able to separate family problems from business problems;
- i) Kindness and ethics;
- j) To be able to achieve consensus about the members of family businesses which are involved in the family firm.

Thus, the family protocol is formalised and legal document, signed by all the members of the family businesses. It represents the commitment and the compliance with the rules that were defined. The legally binding aspect of the protocol and the pledge taken by family members, guarantees that it will be applied in peace and harmony, without distrust. Eventually, when applied by future generations it will be institutionalised as the code of the family businesses.

From the point of view of the family businesses' the family protocol should help promote unity and harmony, among family members. It should also reinforce the commitment of members in assuring the continuity of the firm, the family ownership and the values that it's built on (Tondo, 2008). the family protocol can have strict and inflexible rules. For example, it can determine the specific training the descendants must have and/or the requirements that members of the family businesses, without specific training, must have to be included in the family firm. The success of the family protocol depends highly on the clearness of the rules and on their explicit communication and explanation to each member of the family. The ideal is every one of them has internalised these rules before they have to comply with them. And, even if eventually it's considered necessary to change these rules, it is vital that all the members involved understand the benefits of the existence of a family protocol. In the formulation of the protocol it's important to start off by defining the philosophy and the vision of members about the family businesses before defining the particularities and/ rules. The shared vision is important to define the rules in the protocol. In sum, the family protocol

represents the trump card/fundamental card of the family businesses.

There is no single model of family protocol. Each family decides what is included, that is, regulated by the protocol. Thus, all members of the family businesses know what the norms they have to abide with are, how they can and should interact in the family firm and what they can expect. Those that manage the family firm should also respect and follow the guidelines in this agreement. The family protocol is a vital document because even if it's possible, in family firms with just one founder, to survive without it in the first and second generations (sons and/or daughters), the same cannot be said in the third generation and/or when the successors are, for example, cousins.

3.6. Family office

The literature on family office is still scarce. Family office is a construct that appears to designate an organisational entity or structure which centralises the management of the family businesses' wealth, as well as risk, in order to ensure its continuity between generations (López *et al.*, 2011). Thus, the family office emerges as a legal institution that is engaged in the organisation, preservation and growth of the family businesses' wealth (Wilson, 2012). This is achieved through the following (Wilson, 2012): global management of the wealth; efficient allocation of assets; succession planning; fiscal policy; training and preparation of future generations (the young members of the family businesses); the coordination of philanthropic practices. The main motivation behind family businesses' adoption of family office appears to be the need for privacy, control, flexibility and an individualised service (López *et al.*, 2011). The family businesses' need for privacy about their wealth may explain the lack of information about family office.

3.6.1. The concept of family office

The traditional concept of family office focusses on a business that is managed by one and for one only family businesses that aims to

centralise all the management of the family's common wealth. Usually, the family office has its own human resources to manage their activities, namely, investments, taxes, philanthropy, the heritage, as well as legal matters. The family office's main aim is to guarantee the transference of wealth between generations of the family businesses. Thus, it invests the family's money, manages its assets and pays the members of the family businesses according to their necessities or requests (Wilson, 2012). Depending on its conceptualisation, the family office can encompass a multiple organizational structures. These structures can go from a single member of the family businesses that performs administrative tasks to a family businesses member with his/her family performing different types of tasks, or even a team of professionals concentrating on investments, accountancy, legal matters and personal services of the family businesses. The family office might have the competences required to achieve its aim or it subcontract them. It all depends on how much wealth it has to manage, its degree of diversity or its complexity. In sum, we can define family office as a multidisciplinary organisation that serves one or more family businesses. The family office provides these family businesses with an exclusive counselling service that focuses essentially on their idiosyncratic interests about their wealth. This presumes that the family businesses has a long term and trans-generational commitment with the business.

3.6.2. Family offices principles

As above-mentioned, it is not easy to define family office because the literature on this subject is scarce. However, the different conceptualisations enable one to draw some macro principles about this construct, namely:

- a) Trust: the family office plays a major role in fostering trust and protecting and advocating the family businesses in its relationship with the outside environment;
- b) Expertise: the family office holds, for each moment or step, the experience and technical skills required for the newest

innovations. It also has the capability to mobilise groups of specialists to solve complex problems that are presented by clients, with creativity.

- c) Absence of conflict of interests: the family office's is structured to work with the best specialists in the market in order to defend the interests of its clients. Therefore, in no circumstances should it be prone to conflict of interests.
- d) Capacity to execute: the family office should be able to execute without faults and in a continuous manner the set of operations defined and/or required.
- e) Transparency: the client should know and understand the cost of its family office, that is, of the direct and indirect rewards (wages, commissions, fees).

From these macro principles one can deduce that the family office, as an independent operational structure, is responsible for the management of all the assets that belong to the members of the family businesses and not to the family firm.

3.6.3. Family office business models

Although it is not legally mandatory the family protocol can be protected and the management of the wealth can be confined to a foundation, recognised and protected by law. In these cases, instead of each heir detaining a percentage of the family firm's capital, the detain rights which are inalienable in the market. Each branch of the family, or families, will also have a share that corresponds to the beginning of the business. Regardless of the number of descendants of each branch, its unity will not be fractioned. There seems to exist three models of family office, each with its advantages and disadvantages:

- a) Single family office (works for one family): it's generally a structure which the sole activity is to manage the family's wealth.
- b) Multi-family office (also known as institutional): this family office's activity is for several family businesses clients. It's an independent institution that flourishes through

the quality of the services it provides. The multiple-family office has different shareholders and, sometimes, it's supported by banks that operate in the market or which they're associated with.

c) Other forms of family office: this third type refers to a hybrid family office. Notwithstanding its independent character, this type of family office is formed by highly qualified and specialized professionals, which manage the family's wealth (lawyers; accountants, tax experts, notaries, etc.). And/or by some banks that have integrated this activity and have created specialized departments for it. For example: Fortune Management Department.

Thus, family office appears to emerge as a counselling organization for one or more family business to whom they present global solutions to increase their wealth. Still, the family office counselling is not only on financial management. It may also focus on specific necessities and/or issues the family businesses have to deal with, namely: fiscal; family governance; education; philanthropy. In congruence with the family businesses aims, the role of the family office is to create suitable policies for these issues. These policies can be of a strategic, operational or social nature. They can define the family values that will be conveyed, the appropriations of funds and the philanthropic coordination. The family office differs from the consulting management of family wealth because it ensures the execution of the decisions made by the family businesses. It serves the former with solutions for their clients. To ensure the execution of the decisions made, the family office works closely with the managers that work in the family firm. Nevertheless, they are responsible for the final result (success unsuccessfulness) of the implementation. Its work is continuous and it's supported on reporting about quality, summaries of the activity and pedagogical reports. The reports are the basis of decision making and an instrument of dialogue with the family businesses. Sometimes, adopting a long term or trans-generational view, the the family office organises and offers a set of customised services to synchronize the interests of the family

businesses. These services include a whole range of activities, such as wealth and financial engineering; portfolio management; legal and tax matters; risk-management, trustee service; daily help; family governance; philanthropy. The rewards of the members of the family office usually consist of wages, fees or commissions. The latter requires particular transparency and trust with the clients.

4. Endnote

Family firms are one of the driving forces of today's economy. Thus, it is relevant to study them and, more specifically, to understand the structures that support their decision making processes. Considering, on the one hand, the relevance of family firms and, on the other hand, the scarcity of specific studies on this subject, it was our aim to bring some light on the concepts and functioning of family firm and family businesses. Our brief summary suggests that it is necessary to adopt more holistic approaches in order to capture not only the specificities of this field but also what is not formalised or documented. It is also important to clarify and separate the concepts of family firm and family businesses and to undertand more in depth their relationship.

References

- Allouche, J., Amann, B. (2000). L'entreprise familiale: Un état de l'art. *Finance-Contrôle-Stratégie*, 3(1), 33-79
- Bernhoeft, R. And Gallo, M. A. (2003). *Governança na Empresa Familiar*. Rio de Janeiro: Editora Campus
- Bornholdt, W. (2005). *Governança na empresa familiar: implementação e prática*. Porto Alegre: Bookman
- Casillas, J.C., Vázquez A., Díaz, C. (2005). *Gestão da empresa familiar: conceitos, casos e soluções*. São Paulo: Thomson Learning
- Carlock, R.S. and Ward, J. L. (2010). *When family businesses are best: The parallel planning process for family harmony and business success*. Palgrave Macmillan: New York
- Colin, L. and Colin, L. (2008). *Family, Inc, The Career Press (Família, S.A.: como gerenciar seus*

parentes na empresa), tradução brasileira de Marcia Nascentes. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

Davel, E., Silva, J.C.S and Fisher, T. (2000). Desenvolvimento tridimensional das organizações familiares: avanços e desafios teóricos a partir de um estudo de caso. *Organização & Sociedade*, 7(18), 99-116

Donnelley, R.G. (1964). The family business. *Harvard Business Review*, 42(4), 93-105.

Dyer, G. (2003). The Family: The Missing Variable in Organizational Research. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 401-416

Floriani, O. P. (2007). *Empresa familiar ou ... Inferno familiar?*. Curitiba, Brasil: Juruá Editora

Gersick, K. E., Davis, J. A., McCollom, M. M. and Lansberg, I. (1997). *Generation to generation: Life cycles of the family business*. Boston, MA: Harvard Business School Press

Hirigoyen, G. (2002). Droit et Finance: De l'Ignorance à la Gouvernance. *Revue du Financier*, 133, 1-25.

Kets de Vries, M.F., Carlock R.S., Florent Treacy, E. (2008). *Family business on the couch: a psychological perspective*. John Willey

Leach, P. (2011). *Family businesses: The essentials*. London: Profile books

Rivo López, E., González Vázquez, B. Y Rodríguez López, N. (2011). Family office: instrumento de gestión del patrimonio familiar. *Revista de Empresa Familiar*, 1(2), 43-57.

Rodrigues, J. (2008). *Corporate governance: Uma introdução*. Lisboa: Edições Pedagogo

Steinberg, H. and Blumenthal, J. (2011). *A família empresária: Organizando as relações de afeto, poder e dinheiro por meio da governança corporativa*. São Paulo, Brasil: Gente Editora.

Tondo, C. (2008). *Desenvolvendo a empresa familiar e a família empresária*. Porto Alegre, Brasil: Editora Sulina.

Wilson R. C. (2012). *The family office book: Investing capital for the ultra-affluent*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.

Zapatero, M., Rodriguez, Jiménez, M. and Rodriguez Alcaide, J. (2012). El consejero en la empresa familiar: teoría y praxis, *Revista de Empresa Familiar*, 2(1), 45-54.

The importance of the generation and size category factors in the financing decision of family-owned firms

La importancia de los factores de generación y categoría dimensional en la decisión de financiación de las empresas familiares

Rui Manuel Sobral Rita

Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal, Setúbal (Portugal)

DATOS ARTÍCULO

Historial:

Recibido 09-02-2013

Aceptado 27-05-2013

Palabras clave:

Propiedad de la familia

Generación

Dimensión

Deuda

Códigos JEL:

C31,C58,D82,G32

RESUMEN

Las empresas familiares tienen niveles de deuda más altos en comparación con las empresas no familiares. Este hecho corrobora la corriente de la literatura financiera de defensa de este comportamiento. El vencimiento de la deuda influye en este resultado. Las empresas familiares tienen niveles más bajos de deuda a largo plazo. En el ámbito de las fuentes, las empresas familiares más pequeñas tienen una mayor utilización de fondo de los socios y de la deuda de proveedores de bienes de equipos, en particular, las empresas de primera generación. Las segundas generaciones tienen niveles de deuda más bajos. Las empresas familiares más grandes tienen una menor frecuencia de deuda nula a largo plazo comparativamente a las empresas no familiares y una relación negativa entre el tamaño y la deuda nula, pero en el caso de las microempresas, este hecho es al revés. Los valores nulos de la deuda son pertinentes. Estos resultados se mantienen en la situación específica de la deuda bancaria. Modelos revelan algunas diferencias entre los determinantes de la utilización de la deuda en comparación con los que determinan su proporción.

ARTICLE INFO

Article history:

Received 09-02-2013

Accepted 27-05-2013

Keywords:

Family Ownership

Generation

Size

Debt

JEL codes:

C31,C58,D82,G32

ABSTRACT

Family firms have higher levels of debt than non-family firms corroborating the financial theory forecasting this behavior. The maturity of debt affects this result. In long-term debt family firms show lower levels than non-family firms. As for financing sources, smaller family firms make more use of owners' funds and equipment suppliers' credit to finance their needs, particularly first-generation firms. The second generation has a lower level of debt than the first. Larger family firms have a lower frequency of zero long-term ratios than their non-family counterparts and a negative relationship between size and zero debt ratio, but in the case of micro firms, this is reversed. Zero debt ratios are relevant in the sample. These results hold true in the specific situation of bank debt. The models revealed some differences between the determinants of the use of debt and those determining its proportion.

Autor de contacto.

Correos electrónicos: rui.rita@esce.ips.pt

The author is pleased to acknowledge financial support from Fundação para a Ciência e a Tecnologia and FEDER/COMPETE (grant PEst-C/EGE/UI4007/2011).

1. Introduction

Family firms are of great importance in the global economy due to their influence in the creation of employment and wealth in a considerable number of countries (Schulz et al, 2001). In many, they account for around two thirds of private economic entities. In Western Europe, family firms represent between 75% and 95% of registered firms (Lank, 1995). The majority of new firms created are family-owned (Westhead and Howorth, 2007). Their survival and development has a great impact on the progress of local economies and social cohesion. According to Neubauer and Lank (1998), these firms have the greatest impact on economic growth, as producers, employers and innovators.

Assessment of business structure reveals the relevant role of family firms in the economies of most countries. However, the financial literature shows a gap regarding theoretical and empirical contributions that clarify how the family-ownership factor and its specificities determine the decision process, and specifically that of financing. Nevertheless, ownership and/or firm control has been mentioned in the literature as a determinant of the financing decision process (La Porta et al, 1999; Friend and Lang, 1988; Brailsford et al, 2002). Particularly, study of the decision process of family firms has emerged as a subject of research but there is still a great need to clarify how this decision is made in this type of firm (López-Gracia and Sánchez-Andújar, 2007; Blanco-Mazagatos et al, 2007; Gallo et al, 2004).

In the business world, family firms have a variety of unique characteristics that distinguish them from others. Among them stands out the relationship between the family and operations, specifically the overlapping roles of being a family member and an element of firm management. Personalization of the family business is carried over to business relationships (with clients, suppliers, creditors and others) (Harvey and Evans, 1995). The overlapping of family and business activity can create particular attitudes in relation to financing strategy (López-Gracia and Sánchez-Andújar, 2007).

Alcorn (1982) identifies three stages in family firms: the undertaking, maturity and succession. In the first, efforts are directed to building a solid economic base for the firm. Managing growth and ensuring financial viability are critical tasks. In this phase, the owner is more inclined to take risks. The need for security, in personal and business life, occurs in the period of maturity. This phase requires greater competences by the owner in managing the interests of the different stakeholders. Finally, in the third stage, the concern about succession emerges. Ward (1988, 1991) also presents a three-stage model of family firm development, based on age and the characteristics of two generations of family members: initial (0-5 years), intermediate (10-20 years) and final (20-30 years).

Handing over or transferring the business to the next generations is a determinant of the financing decision, and possibly a differentiating one in the process. Sonfield and Lussier (2004), in their study of the choice of financing sources, found that 61% of first-generation firms resorted more to financing through equity rather than debt. In second-generation firms, the figure only reaches 11%, being 33% in the third generation. These results indicate use of lower levels of debt by the first generation than the following ones. Of these, the second generation greatly increases the firm's level of debt. The third generation adopts a more modest level of debt than the second. Greater use of equity by first-generation firms (less debt) was also found by Bork et al (1996) and Gersick et al (1996). In the case of third-generation firms compared to second-generation ones, Cole and Wolken (1995) and Coleman and Carsky (1999) corroborate this behaviour. According to the study by Dyer (2003), around 4/5 of first-generation firms have a 'father-figure' management style and culture¹ and in the following generations, 2/3 are found to adopt a more professional style of management. Ward

¹ According to the author, 'father-figure' management is characterized by a hierarchy of relationships, control and authority from top management downwards, close supervision and mistrust of outside bodies. Professional management involves the inclusion, and sometimes predominance, of non-family managers in the firm.

(1987), quoted by Romano et al (2000), highlights the fact that family firms typically reinvest most, or even all, their funds in the initial stages of their life-cycle. In the following stages, owners tend to use more firms' results as a consequence of the family's growing desire for better financial well-being. The matter of succession in firm management is also relevant in distinguishing family and non-family firms. In the latter, that succession is analyzed and assessed in advance. In the former, precisely the opposite may occur (Dreux, 1990). Coleman and Carsky (1999), quoting De Visscher et al (1995), highlight the fact of financing being one of the main challenges for family firms and the major cause of their failure is insufficient capital and liquidity. Transferring ownership can exacerbate this problem as the following generations may have different business and financial objectives from the founders. Around 2/3 of first-generation family firms do not survive the second generation (Gersick et al, 1996).

The influence of the size factor on firms' financing decision process is not clarified. The majority of previous empirical studies focus on SMEs as a uniform group, ignoring the fact that different factors can affect the financing decision of different sizes in considerably different ways (Ramalho and Silva, 2009). In those studies, it is also common to compare that group with large or small firms (Ebben and Johnson, 2006; Cassar and Holmes, 2003; Hall et al, 2000; López-Gracia and Aybar-Arias, 2000; Chittenden et al, 1996, among others). In this respect, there is a lack of research into the financing process distinguishing different size categories, particularly among smaller firms. That lack is especially evident in the study of the financing decision of micro and small firms separately, except for the studies by Ramalho and Silva (2009), Akyüz et al (2006), Cassar and Holmes (2003) and López-Gracia and Aybar-Arias (2000).

Besides evaluating the factors of ownership, generation and size, greater clarification of firms' financing decision process will be reached taking into consideration that this is developed in two distinct stages. The first, in

which firm leaders decide whether or not to use debt, and the second, if the decision is to use it, determining the proportion. This approach to studying the financing decision considering the two moments or phases of the decision is the result of the recent conclusions presented by Cassar (2004), Faulkender and Petersen (2006), Kurshev and Strebulaev (2006), Strebulaev and Yang (2006) and Ramalho and Silva (2009) on the existence of a relevant number of firms without, or with low amounts of financial debt, indicating firms' option not to resort to this source of finance. "...firms have the opportunity to increase their leverage and are choosing to leave money on the table." (Faulkender and Petersen, 2006:46).

2. Determinants of the Financing Decision in the Financial Literature

2.1. Capital Structure Theories

According to the financial literature, it was the work of Modigliani and Miller (1958) (MM) that gave rise to a vast amount of theoretical and empirical literature on the subject of the determinants of firms' capital structure. These authors opposed the classical theory defending the existence of an optimal capital structure that maximizes firm value through reducing the average cost considered of firms' capital. MM introduced the irrelevance of firms' capital structure² for their value. This depends only on the level and risk of future cash flow created by real assets, making the financing decision irrelevant.

Static trade-off theory once again introduces the existence of an optimal capital structure that allows maximization of the firm's value through the benefits and costs associated with each source of finance (such as bankruptcy costs, costs associated with obtaining from each source, tax benefits and others).

The appearance of the fiscal line of thought came to highlight the differences in taxation

² On the assumption of the perfect capital market, non-existence of tax and transaction costs.

attributed to the various sources of finance. This factor led MM (1963) to change their original position, stating that taxation of firms' results and tax deduction on the cost of outside capital could allow firms' value to increase. Miller (1977) concludes that the existence of different agents with differentiated rates of tax leads to firms issuing different bonds in the financing decision. DeAngelo and Masulis (1980) introduced the fact of other sources of tax benefits being able to reduce the appeal of external capital as a function of these benefits.

Another theory introduces the matter of agency relationships and the financing decision. According to Agency Theory, the interests of the principal and the agent do not coincide and in the absence of a suitable incentive and monitoring system, the agent will act in order to maximize his utility (Jensen and Meckling, 1976). In business finance, this theory has been applied to studying the relationships between firm managers and shareholders/owners. Therefore, in this approach, it is argued that while firm owners aim to maximize profit, their agents (managers) may prefer to undertake activities in their own interests which do not maximize profit. In this way, firm performance depends to some extent on owners' efficiency in controlling and monitoring their agents (Gedajlovic and Shapiro, 1998). The costs of these control and monitoring activities are agency costs (Smith, 2008). Jensen and Meckling (1976) argue the conflicts that may exist between shareholders, managers and creditors and the problem of asset substitution originate agency costs and influence determination of firms' capital structure. The same authors say that financing through external capital can discipline managers' behaviour. Derived from agency costs, Myers (1977) points out that the type of assets can determine the type of finance.

The importance of the bankruptcy issue, the respective costs for firms and their influence on their governance led to introduction of the bankruptcy costs approach, as proposed by Kraus and Lintzenberger (1973). For the authors, the value of an indebted firm would be equal to a firm with no debt plus the value of the

debt, less bankruptcy costs. More debt increases the firm's exposure to possible difficulties in meeting its commitments, i.e., increasing the expected bankruptcy costs.

The theory based on information asymmetry is formed of two lines of thought: pecking order and signaling. The former defends that firms do not have an optimal debt ratio and the financing decision is based on the problem of information between the firm's external and internal agents. Therefore, those in charge of firms prefer to finance themselves firstly through self-financing and if these funds are not sufficient, they then turn to risk-free debt, followed by risky debt and finally issuing equity (Myers and Majluf, 1984). The latter approach was stimulated by Ross (1977) and Leland and Pyle (1977). The first author argues that investors interpret high levels of debt as a sign of the firm's high quality and that profitability and debt are positively related. The others, on the contrary, argue that a business-person with a new investment project can indicate its quality through the proportion of equity used to finance it. The value will increase with the increase in the owners' shares.

Another approach introduced is the theory based on corporate control. "Following the growing importance of takeover activities in the 1980s, the finance literature began to examine the linkage between the market for corporate control and capital structure." (Harris and Raviv, 1991:319). La Porta et al (1999) refer to the excessive control of cash flow rights arising from the strong presence of the owners in firm management. Their characteristics (families, financing bodies) determine the financing decision. The concentration or dispersion of ownership is a determinant of the financing decision (La Porta et al, 1999 and Rajan and Zingales, 1995). Firms that are an attractive target for acquisition offers will tend to increase their levels of debt (Rajan and Zingales, 1995; Harris and Raviv, 1988).

3. Methodologies and Hypotheses

3.1. Methodologies

This study resorts to the two-part fractional regression model so as to test and identify, separately, the determinants of the use and proportion of debt. An aspect emerging from empirical studies about the financial decision, and relevant for the decision on the functional form to apply, is separating analysis of the factors determining the decision to use debt from the factors determining its proportion (Cassar, 2004; Faulkender and Petersen, 2006; Kurshev and Strebulaev, 2006; Strebulaev and Yang, 2006). In this connection, the Two-Part Fractional Regression Model presented by Ramalho and Silva (2007) emerges. According to the authors, this model plays an important part in studying firms' financing decision because it includes the advantages of the fractional regression model (according to Ramalho and Silva, this econometric model is appropriate for the characteristics of the subject of study – explaining the behaviour of a dependent variable with values between 0 and 1), adding the possibility of this functional form allowing separate analysis of the factors determining the decision on debt compared to those determining its proportion. This is specified in two parts: the first is a binary model explaining the probability of the firm deciding whether to use debt or not:

$$Y^* = \begin{cases} 0 & \text{if } Y = 0 \\ 1 & \text{if } Y \in [01] \end{cases} \quad (1)$$

$$\Pr(Y^* = 1 | X) = \Pr(Y \in [01] | X) = F(X\theta) \quad (2)$$

Where θ corresponds to the vector of the coefficients of the explanatory variables and $F(.)$ is the function of the logistic or normal distribution. Resulting from this form, in the Logit and Probit model, respectively, they can be estimated through the maximum likelihood method. The second part of the model considers study of the determinants of the amount of debt to be issued by firms with debt ratios above zero. In this study, we chose to apply the fractional regression model previously referred to, applied only to the sample of firms presenting a positive debt ratio.

$$E(Y | X, Y \in [01]) = G(X\gamma) \quad (3)$$

3.2. Hypotheses

Four hypotheses are identified directly related to the central aims of this research work:

Hypothesis 1: “*Family Firms present a different financial structure from their non-family counterparts due to a process decision determined by different factors.*” - The decision process of both family and non-family firms involves a set of common and different aspects and factors, as seen in the previous chapters. And given the matter of the attitude towards financial risk, ownership and other aspects, a different financial structure is expected between family and non-family firms.

Hypothesis 2: “*Family firms of the second and subsequent generations present a different financial structure from that of first generation firms.*” - The financial literature attributes great importance to the matter of the generation in the way firms develop their decision process and governance, particularly in the case of family firms. The second and subsequent generations tend to adopt a different attitude from the first regarding matters such as risk, ownership and management.

Hypothesis 3: “*The size factor has a fundamental role in the financing decision process, differentiating the financial structure of micro, small and medium-sized/large firms.*” - The size factor has been widely referred to in the financial literature as a determinant of the financing decision. Firms of different sizes present different problems of information asymmetry, agency problems and others which determine their access to certain sources of finance. It is therefore important to analyze how this factor behaves in distinguishing between family and non-family firms and the respective decision process.

Hypothesis 4: “*Family firms present differences between the factors determining the use of debt and those determining its proportion. There are also differences in these factors between family and non-family firms.*” - The work by Ramalho and Silva (2009) and Cassar (2004), concerning clarification of the

determinants of firms' capital structure, mentions the need to develop study of the financing decision in two phases or moments. The first phase consists of the decision to use, or not to use, a given source. After choosing that source, it is necessary to decide on the amount or proportion. The former authors state that the

determinants of the financing decision at the first stage will not necessarily be the same as those determining the second stage, and therefore do not imply action in the same direction. It is therefore important to analyze this aspect in family and non-family firms.

Table 1

Determinants of capital structure.

Factor	Measure	Relationship with Debt
Age	Number of Years between the firm's foundation and the sample period	A significant relationship between firm age and level of debt – this variable has been used as a determinant of the capital structure decision and can represent two opposing sign effects. If the variable is used to represent the firm's reputation, a positive sign is expected with debt. A more mature firm, presenting greater fame and recognition by the financial market, has easier access. This maturity can also mean a past of accumulating internally generated funds (through a history of positive results) and in this case, a negative relationship with debt is expected, due to greater accumulation of funding meaning less need for debt. In the case of family firms, the doubt concerning the duality of the sign of the relationship is strengthened, given the various arguments pointed out in the financial literature on debt in these firms. The approach defending less debt in family firms justifies that hypothesis with their leaders' aversion to financial risk, mainly in founders or the first generation. But that aversion tends to diminish in subsequent generations.
Size	Natural Logarithm of Turnover	A positive relationship with debt – Access to the financial and capital market is fundamental in firms' financing decision process, meaning a greater number of possible sources of finance. The size factor and access to the market are closely related. Larger firms have easier access due to fewer problems of information asymmetry, moral and financial hazard, as explained in the previous sections.
Profitability	Ratio of EBIT to Total Assets	A negative relationship with debt – Firm leaders' preference for the use of internally generated funds in the financing decision is widespread in the financial literature. The theory of pecking order of financing sources assumes internal funds to be the first preference. In family firms, this preference is extremely relevant given firm owners' aversion to financial risk and opening up capital. A negative relationship is therefore expected, since greater profitability implies greater capacity to generate internal funds and less need to resort to external funding.
Tangible Assets	Ratio of Fixed Assets to Total Assets	A positive relationship with debt – In financing through external funding, a firm's capacity to present assets with collateral value, which can be used as a guarantee in the case of failing to meet commitments related to those external funds, is a relevant aspect in easing access to the financial market. Therefore, a greater volume of tangible assets, and therefore more collateral value, is expected to mean a positive relationship with debt.
Average Tax Rate	Ratio of Tax on Income to Results Before Tax	A positive relationship with debt - Haugen and Senbet (1988) state that a positive relationship is expected between the tax rate on income and debt, because the interest that can be deducted, for firms with a high rate of tax, makes it an incentive to using more debt. The costs of finance through outside capital can be deducted in determining the amount to be taxed, implying more tax benefits through this source of finance. Increased tax rates lead to increasing the value of those benefits.
R&D	Ratio of R&D to Total Net Assets	A negative relationship with debt - Balakrishnan and Fox (1993) highlight the specific nature of assets as a source of problems in terms of financing, due to the characteristics of not reusing these assets. The agency costs associated with intangible assets are higher than with tangibles (Myers, 1977).
No Debt Taxes Shields (NDTS)	Ratio of Amortization and Provisions to Total Net Assets	A negative relationship with debt – According to the arguments of Titman and Wessels (1988), the tax reduction on amortization and tax credits for investment are substitutes for the tax benefits obtained through financing with external capital. Consequently, it is expected that firms with high tax benefits unrelated to debt in relation to their cash flow expectations, will include less debt in their capital structure.
Liquidity	Ratio of Availabilities to Total Net Assets.	A negative relationship with debt. - According to Antoniou et al (2006), firms with sufficient liquid assets do not need to increase debt, and low debt can consequently be expected. This situation is related to the theory of pecking order, according to which managers prefer self-financing. Therefore, they will seek to create reserves from the results obtained to finance future investment. Manos et al (2001) present a positive relationship between this variable and level of debt because demonstration of firms' ability to meet their commitments increases their capacity for debt.
Growth	Annual Growth Rate of Assets [(Assets year n – Assets year n-1) / Assets year n-1] - 1	A positive relationship with debt – Firm growth is associated with greater needs for funding to finance that development. Thies and Klock (1992) identified a positive relationship between growth and level of debt. Firms at a stage of growth do not have sufficient internal funds to finance it, and seek debt to avoid the issue/transaction costs of equity. Firm growth, among other things, is the consequence of increased investment and this needs to be financed. With internal funds being insufficient to cover needs, firms have to turn to other sources. In this case, they prefer to resort firstly to debt rather than issue new equity.
Working Capital Needs	Need for Working Capital = [(Stocks + Clients – (Suppliers + State))/Assets.	A positive relationship with debt - Together with investment in tangible assets, financing working capital needs is one of the concerns related to the financing decision. The financial literature states that keeping a balanced financial structure involves financing the needs of extra permanent exploration considering the permanent exploration resources available with permanent capital. Therefore, firms with higher levels of these needs are expected to present higher levels of debt.
Industry	Agriculture, Industry, Construction, Commerce, Accommodation	Titman and Wessels (1988) establish a relationship between industry type and debt, with a negative relationship between the degree of firm specialization and its level of debt. The category of industry is a potential determinant of capital structure because firms in the same industry face similar market conditions and have similar risk characteristics (Brailsford, 1999). The specific nature of the activity carried out influences debt by determining various factors related to firms.

According to the contributions of capital structure theories relating to the determinants of capital structure, the control variables are included in table 1.

4. Sample and Descriptive Analysis

4.1. Sample

Classification of family and non-family firms in this study, as in the work by López-Gracia and Sánchez-Andújar (2007) Blanco-Mazagatos et al (2007) and Méndez-Requejo (2006), is guided by the information supplied by the database used – SABI – Analysis System of Iberian Balance Sheets, managed by the firms of Coface, Informa and BvD. This does not guarantee complete information about family members' participation in firm management. Despite this limitation, the informative capacity of this database is recognized, and it was decided to follow the methodology adopted by these authors in selecting the sample classified as family firms. Firms where individuals or the family hold 51% or more of capital were classified as family firms.

Table 2

Financing Structure by Generation.

Debt	1 st Generation: < 25 Years				2 nd Generation and Follows: ≥ 25 Years			
	Mean		T Test	Mann-Whitney	Mean		T Test	Mann-Whitney
	Fam.	No Fam.			Fam.	No Fam.		
Total	0,548	0,517	5.01***	5.59***	0,458	0,447	1.28*	1,42
Long-term	0,092	0,097	-1,18	-2.13**	0,086	0,092	-1,16	-3.09***
Short-term	0,456	0,420	5.92***	6.06***	0,371	0,355	2.18**	2.02**

Firms that did not comply with Article 35 of the Code of Commercial Societies (equity less than 50% of share capital), that did not indicate the number of employees in 2007, and without operational gains and sales, were excluded from the years of the period of analysis. Applying these criteria resulted in a sample of 13.527 family firms and 2.377 non-family firms for the year 2007. Besides the family ownership factor, this study aims to clarify how the size factor determines the financing decision. Therefore,

the samples representing family and non-family firms will be divided in three groups according to size: micro, small, medium-sized/large. The methodology used to classify firms in the three size categories was that presented in the European Commission Recommendation of 6 May 2003 (n° 2003/361/CE). The main criterion was therefore the number of employees, complemented by a financial criterion (total assets or turnover), as mentioned in Point 4 and Article 2 of the respective attachment of the recommendation.

4.2. Descriptive Analysis

The financial literature recognizes the importance of the generation factor in firms' governance. Handing over the firm to the next generation produces effects on the financing decision. Specifically referred to is less aversion to debt and to opening up capital in the second and subsequent generations. Table 1 reveals less debt in firms of the second and subsequent generations in both family and non-family firms. The former continue to present higher levels of debt but in the second generation the

two types of firm come closer in terms of total debt. This reduction in debt after the first generation was also found by Méndez-Requejo (2006) and Blanco-Mazagatos et al (2007). This development may be due to second generation firms being able to register a past of accumulated results and/or being at a more advanced stage of their life-cycle. Therefore, they need to make less investment with less need for external funding.

Table 3

Sources of Finance by Generation.

	Bank T	Bank LT	Bank ST	Owners T	Owners LT	Owners ST	TEqui. Su.	TEqui. Su.	LTEqui. Su.	ST
<i>1st Generation</i>										
Family	0,109	0,037	0,071	0,080	0,034	0,046	0,050	0,017	0,033	
No Family	0,111	0,047	0,064	0,057	0,025	0,032	0,037	0,017	0,020	
Tests										
T test	0,64	3.60***	-2.24**	-5.79***	-3.31***	-4.37***	-4.94***	0,54	-6.83***	
M-W	-1,11	3.67***	-0,90	-7.40***	-3.44***	-2.95***	-2.09**	7.12***	-0,13	
<i>2nd Generation</i>										
Family	0,108	0,041	0,068	0,068	0,032	0,036	0,029	0,011	0,018	
No Family	0,120	0,048	0,072	0,043	0,020	0,023	0,029	0,014	0,015	
Tests										
T test	1.94**	1.82**	0,96	-5.05***	-3.12***	-3.68***	-0,05	1.54*	-1.72**	
M-W	2.44***	4.21***	2.80***	-3.77***	-4.22***	2.03**	5.94***	6.20***	6.78***	

Table 3 shows very similar behaviour in terms of weight of total bank debt between the first generation of family and non-family firms. The differences between the two types of firm are in the level of maturity of this source of finance. Non-family firms present a greater proportion of medium and long-term bank debt, with the situation being inverted in the case of short-term debt. In the second generation, only non-family firms show an increase in this source of finance (mainly short-term). Family firms show a slight increase in long-term debt and a smaller proportion of short-term debt. In relation to financing by owners, there are more pronounced differences between family and non-family firms. The family firms resort more to this source. This aspect can justify the higher level of total debt in family firms as they resort more to financing by the owners. In both types of firms, a reduction in the use of owners' funding is found in the second generation. The first generation shows greater use of finance from equipment suppliers (including leasing) in family firms. This source can be relevant for meeting firms' funding needs (and in the specific case of family ones) as a function of the risk factor. This source allows both parties involved to face less exposure to financial risk than that felt in the case of other sources (for example, bank loans). For the financing body, the assets underlying the contract serve as its collateral (guarantee). In the case of family firms, this external source does not increase the

firm's financial risk (to which they are averse) in the same way as traditional financing, and in principle, does not imply presentation of more assets (of the firm or personal) to obtain it. In the second generation, less use of this source is found, which may be justified by the previous arguments associated with less need for funding.

Table 4 does not show great differences between the generations of family firms regarding longer term zero debt. This aspect may have various explanations. These firms maintaining their aversion to debt since they hold on to their family character, or possible restrictions in accessing this source of finance. In non-family firms, differences are seen between generations. The second generation has a lower proportion of firms with zero medium and long-term debt (principally concerning bank debt), meaning they resort more frequently to debt.

The table confirms the situation previously referred to of family firms showing less frequent use of debt but in a greater proportion when they do so, compared to non-family firms. This difference is more pronounced in financing by owners and equipment suppliers. In the case of bank debt, non-family firms present a greater proportion, but only in the first generation. In the second generation, family firms present a greater proportion of bank debt. This result may indicate a greater tendency to use this source (less aversion) in family firms or fewer

restrictions in long-term financing. Longer maturity allows better access to the financial market, and less creation of internal funding (compared to non-family firms) implies a greater need for external finance.

Table 5 presents the average values associated with the independent variables used in this study considering the generation factor.

Table 6 presents financing sources considering three size categories: micro, small and medium-sized/large. The results show family firms with higher levels of debt than non-family firms in all sizes. This holds true for all debt maturities, except for long-term debt in

micro family firms. Micro firms (both types of firms) form the group with less debt. Small firms are seen to be the group with most debt (principally family firms). Medium-sized/large firms register a fall in debt compared to small ones. The lower debt in micro firms may be the result of restrictions in accessing the financial market (the lower proportion of long-term debt may indicate this aspect) or their leaders' decision to keep firms at a certain size. As for small firms, they may still be at an early stage of their life-cycle, and so in a situation of greater growth and investment, implying a greater need for finance not satisfied by internally generated funds. Medium-sized/large firms may be

Table 4

Firms with Zero Medium and Long-Term Debt by Generation.

	Number of Firms with zero Long-term Debt Ratio				Mean - Long-term Debt without zero			
	Fam.	%	No Fam.	%	Fam.	No Fam.	T Test	Mann-Whitney
<i>1st Generation</i>								
Debt - Overall	5736	57,8%	754	50,4%	0,238	0,209	-3.79***	-5.28***
Bank Debt	7835	79,0%	1117	74,7%	0,177	0,187	1,17	-0,42
Owners' Funds	7979	80,5%	1255	83,9%	0,174	0,153	-1.72**	-2.44**
Equip. Suppliers	8285	83,5%	1121	75,0%	0,100	0,070	-4.70***	-7.36***
<i>2nd Generation</i>								
Debt - Overall	1909	57,2%	408	46,3%	0,221	0,184	-3.95***	-4.42***
Bank Debt	2562	76,7%	609	69,0%	0,175	0,154	-2.03***	-2.30**
Owners' Funds	2655	79,5%	755	85,6%	0,154	0,142	-0,72	-1,43
Equip. Suppliers	2828	84,7%	663	75,2%	0,075	0,058	-2.24**	-3.22***

Table 5

Descriptive Statistics of the Independent Variables by Generation.

	<i>1st Generation</i>			<i>2nd Generation</i>				
	Fam.	No Fam.	T Test	Mann-Whitney	Fam.	No Fam.	T Test	Mann-Whitney
Age	13,777	14,340	3.95***	3.88***	35,002	40,359	11.06***	10.42***
Size	12,952	14,747	42.12***	32.70***	13,346	15,327	29.91***	25.91***
Profitability	0,059	0,072	2.29**	5.16***	0,038	0,052	4.23***	3.23***
Tangible Assets	0,227	0,214	-2.33**	-4.99***	0,195	0,237	5.57***	5.96***
Tax Rate	0,266	0,170	-1.72**	0,29	0,274	0,250	-0,37	0,97
R&D	0,001	0,002	2.50***	9.00***	0,001	0,001	2.23**	6.81***
NDTS	0,391	0,733	1,28	-4.51***	-7,618	0,634	0,49	2.84***
Liquidity	0,174	0,117	-10.01***	-13.53***	0,178	0,107	-8.92***	-11.78***
Growth	0,094	0,121	2.70***	3.74***	0,055	0,060	0,56	1,08
Working Capital	0,240	0,214	-3,41***	-3,24***	0,298	0,241	-5,70***	-5,53***

associated with a more mature stage of their life, or business, cycle, with less pronounced growth and investment, together with a longer past of accumulating funds and less need to resort to debt.

Table 7 allows assessment of the weight of the different sources. We see a positive relationship between size and use of bank debt and credit from equipment suppliers (more pronounced in the case of family firms). On the other hand, a negative relationship is found

between size and owners' funding (here too with a greater range of variation in family firms). These results can be determined by the ownership and size factors. Increased size can promote access to the financial market. The literature gives various reasons for small firms' more restricted access to the financial market. Family firms are more averse to debt due to the increased financial risk, loss of control and greater exposure to third parties this represents. Larger size allows better access to the financial

Table 6

Sources of Finance by Size.

	Mean		T Test	Mann-Whitney
	Family	No Family		
<i>Micro</i>				
Total Debt	0,500	0,461	3.84***	3.77***
Long-term Debt	0,081	0,085	-0,67	0,11
Short-term Debt	0,419	0,376	4.45***	4.43***
<i>Small</i>				
Total Debt	0,570	0,508	8.29***	7.80***
Long-term Debt	0,106	0,089	3.34***	4.43***
Short-term Debt	0,465	0,419	6.20***	5.94***
<i>Medium / Large</i>				
Total Debt	0,551	0,494	5.76***	5.76***
Long-term Debt	0,113	0,108	0,92	3.28***
Short-term Debt	0,437	0,386	5.67***	6.11***

Table 7

Sources of Finance by Size.

	Bank T	Bank LT	Bank ST	Owners T	Owners LT	Owners ST	Equi. Su. T	Equi. Su. LT	Equi. Su. ST
<i>Micro</i>									
Family	0,085	0,027	0,058	0,094	0,038	0,055	0,041	0,011	0,029
No Family	0,091	0,034	0,057	0,078	0,039	0,039	0,030	0,012	0,018
Tests									
T test	0,87	1.76**	-0,31	-2.33***	0,13	-3.01***	-2.93***	0,04	-3.65***
M-W	-1,17	0,52	-1,83	-2.00**	0,26	-1.65*	-4.02***	0,01	-3.65***
<i>Small</i>									
Family	0,142	0,054	0,088	0,053	0,027	0,026	0,051	0,020	0,030
No Family	0,120	0,051	0,070	0,039	0,015	0,025	0,035	0,017	0,019
Tests									
T test	-3.70***	-0,70	-4,15***	-3.58***	-4.25***	-0,51	-5.05***	-1.77**	-5.29***
M-W	-5.48***	-1.80*	-4.58***	-7.56***	-5.79***	-2.53**	-6.22***	0,48	-3.78***
<i>Medium / Larges</i>									
Family	0,180	0,072	0,109	0,017	0,010	0,007	0,055	0,029	0,025
No Family	0,125	0,053	0,071	0,046	0,021	0,026	0,036	0,019	0,017
Tests									
T test	-7.01***	-3.35***	-6.40***	6.38***	3.23***	6.04***	-4.40***	-3.02***	-4.17***

market and, in the case of family firms, may reflect a more advanced stage in their life-cycle and their owners' greater tendency to resort to these sources. The results show a lower level of finance obtained through financial institutions being compensated for by resorting to owners' funding. And over the growth cycle, an exchange is found between the level of owners' funding and bank finance.

In larger firms there are more pronounced differences in the use of different sources of finance between family and non-family firms. The former tend to use more bank finance than the latter. As for owner funding, there is a slight increase in use among larger non-family firms. In the case of family firms, a significant fall is recorded between the two size categories.

Table 8 allows assessment of firms with zero long-term debt for each size category. Here, there is a negative relationship between size and the frequency of zero debt firms. Family firms tend to present a lower frequency of zero debt firms than non-family ones, except for micro firms which show similarity between the two types of firm. This group seems to show greater restrictions (or needs) regarding finance of longer maturity as a greater frequency of the zero ratio is found in the different sources analyzed. Indeed, the results indicate a positive

relationship between size and the number of firms using long-term finance from financial institutions (bank credit and equipment suppliers). This relationship is more pronounced in the case of family firms. In relation to long-term finance from owners, there is a slightly greater frequency of use in small family firms, but around 4/5 of firms in the sample do not resort to this source. Analysis of the average values of the weight of debt, in firms without zero ratios in each source, shows an influence of zero values characterizing the financial structure of sample firms. For example, similarly to the results obtained by Ramalho and Silva (2009), small firms present a greater frequency of zero values, but show a greater proportion of long-term debt (when they use it), i.e., a negative relationship between size and the proportion of debt is found when, previously, there was a positive relationship in its use. This is common to both types of firm. However, when analyzing the proportion of each source, in the case of micro and medium-sized/large non-family firms, we observe a similarity between bank debt and owners' funding (although the former show a higher proportion of these sources). In the case of family firms, we see the importance of owners' funding in financing small firms. Increased size leads to a substitution (in proportion) of this source by bank credit.

Table 8

Firms with Zero Medium and Long-Term Debt by Size.

	Number of Firms with zero Long-term Debt Ratio				Mean - Long-term Debt without zero			Mann-Whitney
	Fam.	%	No Fam.	%	Fam.	No Fam.	T Test	
<i>Micro</i>								
Debt - Overall	5488	65,9%	394	65,2%	0,259	0,264	0,35	-0,42
Bank Debt	7117	85,4%	512	84,8%	0,188	0,224	2.10**	0,93
Owners' Funds	6793	81,5%	489	81,0%	0,207	0,204	-0,17	-0,74
Equip. Suppliers	7522	90,3%	545	90,2%	0,118	0,118	0,02	-0,41
<i>Small</i>								
Debt - Overall	1952	46,3%	443	50,1%	0,214	0,196	-1.99**	-3.15***
Bank Debt	2925	69,4%	643	72,7%	0,175	0,185	1,02	0,48
Owners' Funds	3259	77,3%	760	85,9%	0,120	0,104	-1,23	-1,49
Equip. Suppliers	3176	75,3%	650	73,4%	0,083	0,062	-2.97***	-4.05***
<i>Medium / Large</i>								
Debt - Overall	205	29,0%	325	36,6%	0,174	0,177	0,36	-1,25
Bank Debt	355	50,1%	571	64,3%	0,144	0,149	0,57	-0,83
Owners' Funds	582	82,2%	761	85,7%	0,056	0,144	5.42***	4.38***
Equip. Suppliers	415	58,6%	589	66,3%	0,070	0,057	-1.72**	-4.07***

In larger firms there are more pronounced differences in the use of different sources of finance between family and non-family firms. The former tend to use more bank finance than the latter. As for owner funding, there is a slight increase in use among larger non-family firms. In the case of family firms, a significant fall is recorded between the two size categories.

Table 8 allows assessment of firms with zero long-term debt for each size category. Here, there is a negative relationship between size and the frequency of zero debt firms. Family firms tend to present a lower frequency of zero debt firms than non-family ones, except for micro firms which show similarity between the two types of firm. This group seems to show greater restrictions (or needs) regarding finance of longer maturity as a greater frequency of the zero ratio is found in the different sources analyzed. Indeed, the results indicate a positive relationship between size and the number of firms using long-term finance from financial institutions (bank credit and equipment suppliers). This relationship is more pronounced in the case of family firms. In relation to long-term finance from owners, there is a slightly greater frequency of use in small family firms, but around 4/5 of firms in the sample do not

resort to this source. Analysis of the average values of the weight of debt, in firms without zero ratios in each source, shows an influence of zero values characterizing the financial structure of sample firms. For example, similarly to the results obtained by Ramalho and Silva (2009), small firms present a greater frequency of zero values, but show a greater proportion of long-term debt (when they use it), i.e., a negative relationship between size and the proportion of debt is found when, previously, there was a positive relationship in its use. This is common to both types of firm. However, when analyzing the proportion of each source, in the case of micro and medium-sized/large non-family firms, we observe a similarity between bank debt and owners' funding (although the former show a higher proportion of these sources). In the case of family firms, we see the importance of owners' funding in financing small firms. Increased size leads to a substitution (in proportion) of this source by bank credit.

Table 9 presents the descriptive statistics of the three categories and two types of firms.

5. Estimation of Models

This section presents the results obtained

Table 9

Descriptive Statistics of the Independent Variables by Size.

	<i>Micro</i>				<i>Small</i>				<i>Medium / Large</i>			
	Mean Fam.	No Fam.	T test	Mann-Whitney	Mean Fam.	No Fam.	T test	Mann-Whitney	Mean Fam.	No Fam.	T test	Mann-Whitney
Age	17,601	19,803	4.62***	2.80***	20,899	22,563	3.60***	1.91*	26,486	28,274	2.10**	-0,15
Size	12,304	12,502	4.00***	4.30***	14,084	14,826	20.24***	19.04***	15,692	16,772	17.24***	16.70***
Profitability Tang.	0,051	0,032	-2.18**	-2.33**	0,057	0,076	5.95***	3.35***	0,062	0,075	3.08***	2.08**
Assets	0,204	0,203	-0,07	-2.76***	0,240	0,215	-3.42***	-6.33***	0,279	0,242	-3.71***	-5.55***
Taxe Rate	0,248	0,226	-0,26	-2.42**	0,300	0,267	-0,61	-1.87*	0,308	0,114	-1.30*	-1,45
R&D	0,001	0,001	0,54	1,12	0,001	0,002	1.94**	0,83	0,001	0,002	0,96	0,57
NDTS	-2,858	1,378	0,33	-4.23***	0,399	0,420	0,09	-6.98***	0,800	0,509	-0,77	-3.40***
Liquidity	0,212	0,186	2.59***	-4.36***	0,118	0,103	-2.82***	-5.45***	0,081	0,075	-1,12	-3.65***
Growth Work.	0,074	0,069	-0,32	-0,52	0,100	0,100	0,01	-0,07	0,105	0,115	0,59	-1,23
Capital	0,247	0,207	3.23***	-3.37***	0,272	0,243	-3.15***	-3.25***	0,249	0,217	-2.82***	-2.93***

with the econometric models and the respective analysis.

5.1. Factors Determining the Use and Proportion of Debt and the Generation Issue

This section aims to ascertain the impact of generations in the two-part econometric models, i.e., how the generation variable influences the determinants of use and proportion of debt. Therefore, reference will only be made to the differences introduced by this factor in the results of the econometric models estimated in the previous section. The age variable shows a reduction in the proportion of debt with increased age, as seen in the descriptive analysis. In the case of family firms, this variable is not significant for use of debt but is so in determining its proportion, presenting different signs between the two generations. The negative relationship in the first generation may mean that, at an initial stage of their life-cycle, firms' leaders seek a greater proportion of debt,

but increased business maturity means a lower proportion of that debt (due to accumulation of internal funds). Indeed, the descriptive analysis showed a lower proportion of debt in the second generation than in the first. The first generation may have a greater aversion to debt but at an initial stage of business start-up they may feel a need to resort to it (since there are various sources which are not exclusively financial, for example, funding through the owners themselves). The positive relationship in the second generation means a greater tendency in these firms to use a greater proportion of debt as age increases. This result indicates a greater tendency towards debt in the third generation than in the second generation, contradicting the results obtained by Sonfield and Lussier (2004), Coleman and Carsky (1999) and Cole and Wolken (1995). These authors observed a more moderate level of debt in the third generation than in the second.

In the case of the size variable, there is a significant and positive relationship with the

Table 10

Two-Part Fractional Regression Model – Generation and Long-term Debt.

	<i>1st Generation</i>				<i>2nd Generation</i>			
	Family		No Family		Family		No Family	
	Part I	Part II	Part I	Part II	Part I	Part II	Part I	Part II
Age	0,00	0,00	0,00	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
	-0,82	-1.93*	-0,27	-2.91***	0,30	1.92*	-0,16	-2.22**
Size	0,34	-0,08	0,20	-0,02	0,27	-0,07	0,20	-0,01
	18.61***	-12.05***	6.36***	-2.02**	9.79***	-6.73***	4.48***	-0,93
Profitability	-1,13	-0,89	-0,76	-0,85	-1,19	-0,89	-2,16	-1,08
	-4.62***	-7.29***	-1,51	-3.42***	-2.31**	-3.50***	-2.38**	-3.39***
Tangible	1,38	0,64	2,34	0,60	1,26	0,52	3,30	0,22
	10.85***	11.42***	7.51***	4.95***	4.94***	5.20***	6.93***	1,32
Tax rate	0,02	0,02	0,23	-0,03	-0,02	0,00	-0,03	-0,03
	0,70	1,41	1.76*	-1,37	-0,73	-0,20	-0,23	-1,04
R&D	2,35	0,48	-1,08	-0,38	-1,61	-1,66	-2,75	-5,71
	1,36	1,34	-0,22	-0,17	-0,27	-0,74	-0,32	-2.75***
NDTS	0,00	0,00	0,03	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00
	0,55	0,23	1,59	0,42	0,99	2.55**	0,55	-0,82
Liquidity	-1,30	0,02	-1,13	-0,32	-2,44	-0,13	-1,30	-0,19
	-8.66***	0,27	-2.64***	-1.76*	-8.26***	-0,92	-2.15**	-0,77
Growth	0,21	0,10	0,09	0,07	0,49	0,14	0,83	0,25
	3.11***	3.45***	0,92	0,88	2.40**	1.82*	1.95*	1.97**
Work capital	0,48	0,42	0,23	0,07	0,07	0,29	0,57	-0,10
	4.59***	7.41***	0,91	0,62	0,35	3.42***	1,53	-0,60
Constant	-5,16	0,69	-4,07	0,35	-4,19	0,13	-3,37	-0,20
	-18.51***	6.04***	-6.89***	1,45	-7.73***	0,74	-4.20***	-0,72

issue of long-term debt through external bodies in all types of firms. In determining the proportion of debt, a negative and statistically significant relationship is found. These results confirm that large firms use more long-term debt but small firms do so in a greater proportion when they manage to gain access. Small firms face more restrictions in accessing the financial market and so present a lower frequency of using debt, but when they gain access they use a greater proportion than large firms. However, this behaviour can also be explained by the fact of small firms facing higher transaction costs when using external sources of finance, and therefore they resort to them less frequently but for larger amounts to compensate for that lower frequency (Ramalho and Silva, 2009). The results obtained with the profitability variable clearly confirm the aspect of the theory of pecking order where self-financing emerges as the main source. This variable presents a negative, statistically significant relationship with the use of debt and determination of its proportion. Increased profitability means more internal funds and less need to turn to debt. This aspect is common to family and non-family firms. Tangible assets influence significantly and positively the decision to use debt and its proportion in both family and non-family firms, due to their collateral value. Firms with greater amounts of this type of asset have greater access to the financial market and a greater proportion of debt. This relationship also proves the suitability of the maturity of applications to the funds they finance.

In the model of the first generation of non-family firms, the result of the tax rate confirms the hypothesis of the relationship between tax rate and debt, presenting a positive and significant relationship. This factor is not relevant for family firms in determining the use and proportion of debt. The hypothesis associated with R&D investment is confirmed in the second part of the model of second generation non-family firms (the only model showing this variable as significant). This aspect may result from this type of investment being possibly more relevant in non-family firms of some maturity. Nevertheless, given the risk of

this type of asset, these firms tend to have a lower proportion of debt.

The NDTS variable is only significant in the second part of the second generation family firm model but with an opposite sign to the one expected, reflecting the aspects previously mentioned. The growth rate variable is clearly significant in determining the use and proportion of debt in family firms. Growth implies a greater need to use external finance more frequently and in greater proportions. In the case of non-family firms, it is only relevant for determining a greater proportion of debt. The liquidity variable presents a negative and significant relationship with the use of debt confirming that greater liquidity means less need to use debt. This variable is only significant in determining the proportion of debt in non-family firms but maintains the sign of the relationship. In the case of family firms, the non-significant relationship can be explained by their tendency to maintain high liquidity, even revealing higher levels of debt. The working capital needs variable is only significant for family firms. A greater volume of these needs means a greater need of external funding. In this relationship, it is relevant that the sign reflects the assumptions pointed out in the financial literature on how working capital needs should be financed.

In analyzing the results obtained in the following econometric models, it was decided to refer to the relevant differences or aspects compared to the results obtained in the first models. The results of the econometric models relating to the influence of generation on bank debt confirm less use of this source of finance in second generation firms. Increased age leads to less use of bank debt. In the case of family firms, this result confirms the observations of the descriptive analysis where an increase of second generation firms with zero debt was found. The second non-family generation recorded a reduced number of firms with zero debt between the first and second generation. Increased size leads to greater use of this source (both types of firms) and in a greater proportion (in family firms). This result confirms the hypothesis about the relationship between size

and access to the financial market. Profitability is not relevant in determining the proportion of bank debt in second generation family firms. This variable was not considered relevant in determining the use of total debt in the first generation of non-family firms. These results may be the consequence of the latter being the group of firms with the best performance (showing profitability of 7,9%) and the former being the group with the worst performance (4,1%).

The positive relationship between R&D investment and the use and proportion of bank debt, found previously, is confirmed for both generations of family firms. Given the possible difficulty of financing this type of investment through financial institutions, this result may be relevant in explaining the level of innovation registered in family firms. The NDTTS variable presents differences in the sign of the relationship in the second part of the models of family firms of the first (negative) and second (positive) generation. Therefore, only in the first case is the hypothesis confirmed. In the second, the relationship between this variable and tangible assets is reflected. Confirmation of the hypothesis associated with the tax rate in the models of bank debt occurs in first generation firms (family and non-family). This relationship may occur due to these being greater users of this source than second generation firms.

5.2. *Factors Determining the Use and Proportion of Debt and the Size Issue*

This section introduces the matter of size in determining the use and proportion of debt, classifying the sample of family and non-family firms in the three size categories previously referred to. The age variable is significant and with a negative sign in the first part of the models of family firms, showing that increased age leads to less use of debt in the three size categories. This only occurs in small non-family firms. As for determining the proportion of debt, significance (negative sign) is only found in the models of small non-family firms. These firms tend to use a lower proportion of debt. In the descriptive analysis of the sample period we

saw this aspect confirmed by this econometric model, finding a reduction of debt in the three groups over the five-year period analyzed.

In the case of the size variable, a significant and positive relationship is found with the issue of debt in all sizes of family firms, and a non-significant one in non-family firms. In the second part of the model, this was only significant in small family firms and with the opposite sign from the one obtained in the first part of the model. These results mean that increased size leads to more use of long-term debt but in smaller proportions. This behaviour can be explained by the fact of small firms being more averse to debt due to the financial risk or being exposed to greater restrictions in access to finance. Besides, transaction costs are more significant in small firms. Therefore, when they gain access to finance, they seek a greater proportion for current and future needs. Increased size allows greater access and lower costs, and so these firms can obtain funds more frequently without needing to get large amounts each time. This variable is not significant for non-family firms, except for the second part of the model of medium-sized/large non-family firms where they present a positive relationship.

The profitability and tangible assets variables maintain the relationships referred to throughout this study, confirming the respective hypotheses. In the latter case, there is a clear relationship between tangible assets and long-term finance. The average tax rate is not significant in any of the models and R&D investment is only significant in the second part of the models of non-family micro and medium-sized/large firms, confirming the hypothesis. The liquidity variable is confirmed as an important determinant of family firms' financing decision, mainly in determining the use of debt. The negative and statistically significant sign in the first part of all family firm models indicates that firms with greater liquidity need less external funding. However, this variable is irrelevant in determining the proportion. Only in the case of medium-sized/large non-family firms is it seen to be significant. Indeed, Graph 7 illustrates that this size category presents a greater volume of liquidity than its family

Table 11

Two-Part Fractional Regression Model – Generation and Bank Debt.

	<i>1st Generation</i>				<i>2nd Generation</i>			
	Family		No Family		Family		No Family	
	Part I	Part II	Part I	Part II	Part I	Part II	Part I	Part II
Age	0,00	0,00	0,02	0,00	-0,01	0,00	-0,01	0,00
	0,26	-0,75	1,51	-0,30	-3.33***	-0,49	-1.69*	-0,95
Size	0,50	0,04	0,10	0,01	0,41	0,06	0,10	0,01
	24.84***	7.50***	3.27***	1,26	13.44***	6.86***	2.09**	0,90
Profitability	-1,75	-0,58	-2,00	-0,59	-1,40	-0,06	-3,97	-0,80
	-6.80***	-6.53***	-3.70***	-2.59***	-2.64***	-0,33	-3.95***	-2.79***
Tangible	0,68	0,40	1,44	0,41	0,89	0,30	1,40	0,04
	5.17***	10.21***	4.60***	4.07***	3.31***	3.83***	2.97***	0,30
Tax rate	0,06	0,01	0,20	-0,01	0,05	0,00	0,29	0,02
	1.86*	0,86	1.73*	-0,57	1,02	1,06	1,55	0,81
R&D	12,25	0,96	-1,11	0,22	53,16	3,14	12,80	-0,17
	2.21**	3.09***	-0,23	0,13	2.27**	4.27***	0,91	-0,12
NDTS	0,00	0,00	-0,01	0,01	0,00	0,00	0,01	0,00
	0,82	-3.75***	-0,91	1.68*	1,43	2.17**	0,89	-1,45
Liquidity	-2,42	0,08	-3,92	-0,09	-4,04	-0,13	-6,49	-0,70
	-15.75***	1,61	-7.95***	-0,47	-12.84***	-1,26	-7.74***	-2.53**
Growth	0,23	0,16	0,12	0,10	0,80	0,20	0,84	0,23
	3.14***	6.66***	1,25	1,32	3.53***	2.99***	1.89*	1,53
Work capital	0,43	0,54	0,64	0,48	0,12	0,44	0,70	0,33
	3.99***	16.33***	2.46**	5.53***	0,60	7.24***	1.77*	2.94***
Constant	-5,78	-1,15	-1,63	-0,76	-4,38	-1,22	-1,09	-0,87
	-19.64***	-13.32***	-2.80***	-3.95***	-7.48***	-7.54***	-1,32	-3.59***

counterpart. In the other two sizes, family firms present clearly greater liquidity than their non-family counterparts.

The growth rate is significant for all models of family firms (except for the first part of the model of small ones). In non-family firms, that significance only appears in the second part of the model of small ones and the first part of the medium-sized/large ones. So these results seem to show growth as a factor determining the decision to use debt and its proportion. And this variable has a more prominent role in family firms. These may have more need of external funding than their non-family counterparts due to less creation of internal finance. The relationship between working capital needs and long-term finance is only significant in family firms. And among these, micro firms show a positive relationship with the use and proportion of long-term debt. In the next sizes, only the relationship with the proportion is significant. One possible explanation is that micro firms

hold less equity and need to resort to outside capital more than the other size categories.

Table 11 presents estimation of the models by the different size categories for total bank debt. The next paragraphs will only mention the contribution of these models to clarifying the financial process compared to the previous models. The results associated with the age variable (significant and with a negative sign) in the first part of the models of small family firms indicate less use of bank debt with increased age. This behaviour may be due to small family firms' aversion to financial debt. In these, the arguments about family firms are more likely to apply since at this size there may be more concentration of management and decisions in the family or a single family member. Nevertheless, the arguments about the existence of internally generated funds and the restrictions faced by these firms may also be valid. The descriptive analysis showed large family firms to be greater users (in terms of the frequency of

the number of firms using it) of this source than their non-family counterparts.

In this source of finance, a positive (and statistically significant) relationship is observed between size and use in all size categories of family firms and in small non-family firms. That is to say, increased size increases the use of bank debt, as was demonstrated in the descriptive analysis. The results associated with the age and size variable may show two types of family firm behaviour within each of the smaller size categories. A set of firms that increase the use of bank debt as their size increases (increased size meaning greater growth and greater needs, and simultaneously greater access to the financial market). And another set of

firms, more averse to financial debt, that use their life-cycle and funds generated so far by the business, and use less bank debt as their age increases. For example, one reason will be having reached a certain size and chosen to limit growth to internally generated funds. However, the second part of the small, family firm models also reveals a positive and significant sign for this relationship. The previous models showed a negative relationship with the proportion of debt. Therefore, these results mean for these firms an exchange of sources of finance in family firms as size increases, for example, increasingly less use of owners' funding and greater use of bank debt, as observed in the descriptive analysis.

Table 12

Two-part Fractional Regression Model – Size and Long-term Debt.

	<i>Micro</i>		<i>Small</i>				<i>Medium / Large</i>					
	Family Part I	No Family Part II	Family Part I	No Family Part II	Family Part I	No Family Part II	Family Part I	No Family Part II	Family Part I	No Family Part II		
Age	-0,01 -2.50**	0,00 -0,78	0,00 -0,03	-0,01 -2.40**	0,00 -1.76*	0,00 0,79	-0,01 -2.00**	-0,01 -2.94***	-0,02 -2.26**	0,00 1,64	0,00 0,70	0,00 -1,28
Size	0,24 9.75***	-0,04 -3.77***	0,11 1,51	0,00 0,04	0,34 8.70***	-0,09 -7.11***	0,11 1,38	-0,02 -0,64	0,50 4.58***	-0,03 -1,28	0,07 1,04	0,04 2.30**
Profitability	-0,69 -2.71***	-0,80 -5.64***	0,09 0,12	-0,90 -1.92*	-1,87 -4.08***	-1,09 -6.18***	-1,25 -1.67*	-0,99 -2.82***	-2,30 -1.90*	-0,75 -1.84*	-2,25 -2.83***	-0,78 -2.75***
Tangible	1,09 7.97***	0,56 8.38***	1,72 3.77***	0,57 2.45**	1,85 8.38***	0,73 9.09***	3,03 6.91***	0,63 4.27***	2,87 4.20***	0,80 5.72***	3,24 6.35***	0,39 2.56**
Tax rate	0,00 0,37	-0,01 -0,61	0,26 1,06	-0,01 -0,19	0,06 1,07	0,02 1,07	-0,01 -0,06	-0,04 -1,34	0,03 0,39	0,02 1,36	0,18 1,42	-0,03 -1,24
R&D	1,97 1,14	0,37 1,00	-3,93 -0,42	-12,76 -3.39***	1,23 0,30	0,83 0,73	-0,45 -0,07	1,63 1,01	45,88 1,38	-1,16 -0,49	-4,63 -0,60	-5,54 -2.60***
NDTS	0,00 0,98	0,00 0,92	0,05 1,36	0,02 1.76*	0,01 1,19	0,00 -1.86*	0,02 1,28	0,00 -0,95	-0,03 -0,74	0,00 -0,14	-0,01 -0,26	0,00 -0,63
Liquidity	-1,41 -9.23***	0,01 0,12	-0,78 -1,50	-0,03 -0,14	-1,69 -5.96***	-0,04 -0,36	-1,89 -2.92***	-0,35 -1,27	-4,90 -4.84***	-0,41 -1,23	-1,52 -2.12***	-0,84 -3.15***
Growth	0,26 3.26***	0,11 3.34***	0,13 0,73	-0,08 -0,42	0,09 0,82	0,09 1.90*	0,05 0,50	0,27 1.89*	1,61 3.18***	0,29 2.82***	0,69 1.94***	0,09 1,00
Work Capital	0,53 4.71***	0,42 6.72***	0,30 0,78	0,23 1,07	0,10 0,59	0,32 3.99***	0,54 1,61	0,10 0,73	-0,04 -0,09	0,28 2.18**	-0,09 -0,24	-0,18 -1,17
Constant	-3,86 -11.14***	0,18 1,08	-2,17 -1.99**	0,01 0,01	-5,30 -9.06***	0,77 3.64***	-2,06 -1.70*	-0,29 -0,68	-7,76 -4.25***	-0,43 -1,11	-1,87 -1.66*	-1,17 -3.26***

Sobral Rita, R.M. (2013). The importance of the generation and size category factors in the financing decision of familyowned firms. *Revista de Empresa Familiar*, 3(1), 59-80.

The average tax rate is of some relevance in determining the financing decision of large family firms, confirming the hypothesis. The results confirm the importance of bank finance for funding R&D activities in small family firms when the financial literature refers to a negative relationship between this type of investment and debt.

Growth has a relevant role in determining the use and proportion of bank debt in small family firms. This significance only occurs in the models of large non-family firms. Bank finance is therefore observed as a source of reference for the growth of micro and small family firms.

6. Discussion of the Hypotheses and Conclusions

This section goes on to make a critical

analysis of the results and their relationship with the hypotheses tested. The first hypothesis (H1) consisted of testing for differences or similarities in the financial structure decision, and specifically in capital structure, between family and non-family firms. The results showed greater debt in the former (statistically significant). The maturity of debt is a relevant factor in the financing process of both types of firm. Family firms present higher levels of short-term debt and lower levels of long-term debt. Accordingly, the results of this study confirm the arguments of the approach in the financial literature that defends greater debt in family firms. In addition, financial structures seem to show family firms' greater restrictions in accessing long-term debt. However, the sample reveals the smaller size of family firms and this factor may determine the results obtained.

Table 13
Two-part Fractional Regression Model- Size and Bank Debt.

	<i>Micro</i>		<i>Small</i>				<i>Medium / Large</i>					
	Family Part I	Part II	No Family Part I	Part II	Family Part I	Part II	No Family Part I	Part II	Family Part I	Part II	No Family Part I	Part II
Age	-0,01 -5.41***	0,00 -0,60	-0,01 -0,81	0,00 -0,74	-0,01 -4.12***	0,00 -0,60	-0,01 -1,12	0,00 -0,58	-0,01 -1,41	0,00 0,77	0,00 -0,03	0,00 -0,54
Size	0,50 19.68***	0,05 5.64***	0,15 1.95*	0,04 1,51	0,41 9.01***	0,06 6.04***	0,16 1.85*	0,02 0,97	0,25 2.02**	-0,01 -0,64	-0,02 -0,27	0,02 1,01
Profitability	-1,16 -4.49***	-0,30 -2.87***	-1,43 -1.70*	0,01 0,03	-2,84 -5.56***	-0,71 -5.51***	-3,10 -3.80***	-0,79 -2.94***	-3,97 -2.79***	-0,97 -4.50***	-3,22 -3.81***	-1,06 -3.54***
Tangible	0,52 3.80***	0,34 6.97***	0,78 1.75*	0,26 1,53	1,20 4.75***	0,48 8.47***	2,01 4.35***	0,36 2.94***	1,71 2.23**	0,38 3.08***	1,83 3.78***	0,39 2.83***
Tax rate	0,04 1,57	0,00 0,22	0,33 1,17	0,08 1,58	0,08 1,06	0,02 1.78*	0,19 1,23	-0,01 -0,66	0,21 1.73*	0,02 1,46	0,18 1,40	0,00 0,06
R&D	12,01 1.94*	0,99 3.24***	-7,67 -0,83	2,01 0,32	30,85 1.91*	1,43 1,23	-2,17 -0,31	-0,56 -0,26	14,02 0,43	-0,44 -0,16	26,60 1,63	0,11 0,09
NDTS	0,00 0,95	0,00 -0,73	0,03 0,96	0,01 4.44***	0,00 1,12	0,00 0,23	0,00 -0,42	0,00 -0,80	-0,06 -1,39	-0,01 -0,28	-0,01 -0,32	0,00 -0,18
Liquidity	-2,42 -15.86***	0,04 0,71	-4,02 -6.46***	-0,11 -0,41	-3,74 -11.96***	0,00 0,03	-5,25 -6.90***	-0,21 -0,77	-8,43 -7.30***	-0,81 -3.00***	-5,24 -5.87***	-0,56 -1.95*
Growth	0,17 2.10**	0,17 5.76***	0,09 0,51	0,23 1,13	0,57 3.62***	0,17 4.44***	0,05 0,46	0,01 0,10	0,71 1,32	0,17 2.10**	1,40 3.28***	0,21 1.65*
Work capital	0,30 2.69***	0,42 11.12***	-0,09 -0,24	0,21 1,43	0,52 2.66***	0,68 14.02***	0,92 2.54**	0,44 4.22***	0,79 1,30	0,53 5.29***	1,10 2.73***	0,64 5.53***
Constant	-5,51 -15.73***	-1,27 -10.45***	-0,95 -0,87	-0,88 -1.94*	-4,59 -6.92***	-1,48 -9.14***	-2,14 -1,63	-0,84 -2.33**	0,32 0,13	-0,29 -0,87	0,39 0,34	-0,69 -2.05**

Sobral Rita, R.M. (2013). The importance of the generation and size category factors in the financing decision of familyowned firms. *Revista de Empresa Familiar*, 3(1), 59-80.

Regarding the maturity of debt, in the firm sample a significant number of zeros is found in financing sources of long maturity (principally in family firms for total and bank debt). This result may indicate these firms' possible restrictions in accessing debt with longer maturity.

In the formation of the two types of firms' capital structure, differences were observed between the levels of financing sources used. Bank credit is the main source. Non-family firms presented slightly higher levels of this source (more evident in long maturity since family firms showed higher levels of short-term debt). The two other relevant sources were credit from owners and equipment suppliers. Family firms presented higher levels of both these sources, revealing their importance for this type of firm. The results indicate family firms' preference for this source due to greater aversion to financial debt or possible restrictions in accessing bank finance.

The financial literature points to less aversion to debt in second generation family firms (H2). Therefore, those firms would be expected to present more debt in their financial structures. Nevertheless, the results show the opposite. Second generation firms of both types reveal lower levels of debt. However, family firms continue to show greater debt (despite the statistical relevance not being as obvious as in the case of the first generation resulting from the approximation between the two types of firms, as mentioned above). This lower debt in second generation firms resulted from a greater accumulation of results and increased share capital. Among the three most relevant financing sources, less use of credit from owners and equipment suppliers is found in second generation firms and constant or slightly increased levels of bank debt. However, an increase of zero values of bank debt is observed in second generation family firms when the same generation of non-family firms register a decrease.

The size factor (H3) is seen to be an important determinant of firms' financial structure. Micro firms present lower levels of debt (of both maturities) than small and

medium-sized/large ones. Small firms present the highest levels of debt, essentially short-term. Medium-sized/large firms are the group with the highest levels of long-term debt. In this maturity, some similarity is observed between family and non-family micro firms and between family and non-family medium-sized/large firms. In terms of evolution, micro firms present an increase in equity and a reduction of total debt which is more pronounced than in the other two sizes. There is a negative relationship between size and the scale of this evolution.

Larger family firms show a lower frequency of long-term zero debt than their non-family counterparts and a negative relationship between size and zero debt, but in the case of micro firms this is inverted. Zero values are relevant in both size categories (principally in small firms). These results hold true in the specific situation of total bank debt. Around 50% of micro firms do not resort to this source. Small and medium-sized/large firms present a weight of 28% and 18% of firms in this situation. The models revealed some differences between the factors determining the use of long-term debt compared to those determining its proportion, and between family and non-family firms (H4).

The greater debt in family firms than in non-family ones corroborates the financial line of thought which defends this behaviour. But this only occurs with total and short-term debt. With long-term debt, the situation is inverted, which may reveal these firms face some restrictions in accessing debt of a longer maturity. This fact can also be explained by banking institutions' preference for granting more short-term debt to reduce problems of information asymmetry, because it means the debt must be renegotiated more frequently. Family firms show greater use of debt from owners and equipment suppliers, particularly in the first generation. The results do not allow confirmation of whether this behaviour is due to greater restrictions in accessing debt or the option of family firm leaders given their aversion to debt. The second generation shows lower levels of debt than the first. Nevertheless, between the generations in both types of firms (family and non-family), the same differences mentioned previously are

observed. The high failure rate of family firms may justify this lower debt in the second generation (when the literature indicates they are less averse to debt) since only the most conservative firms remain in the market, or it may be associated with a more mature stage of their life-cycle and less need to invest.

Bibliography

- Akyüz, K. C., Akyüz, I., Serin, H. and Cindik, H. (2006). The Financing Preferences and Capital Structure of Micro, Small and Medium Sized Firm Owners in Forest Products Industry in Turkey. *Forest Policy and Economics*, 8, 301-311.
- Andersen, R. C. and Reeb, D. M., (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance. Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328.
- Ang, J. S. (1992). On The Theory of Finance for Privately Held Firms. *The Journal of Small Business Finance*, 1(3), 185-203.
- Ang, J. S. (1991). Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management. *Journal of Small Business Finance*, 1(1), 1-13.
- Antoniou, A., Guney, Y. and Paudyal, K. (2006). The Determinants of Debt Maturity Structure: Evidence from France, Germany and the UK. *European Financial Management*, 12(2), 161-194.
- Barton, Sidney L., and Gordon, Paul J. (1987). Corporate Strategy: Useful Perspective for the Study of Capital Structure? *Academy of Management Review*, 12(1), 67-75.
- Barton, S. L. and Matthews (1989), Small Firm Financing: Implications from a Strategic Management Perspective. *Journal of small Business Management*, 27(1), 1-7.
- Blanco-Mazagatos, V., Quevedo-Puente, E. and Castrillo, L. A. (2007). The Trade-Off Between Financial Resources and Agency Costs in the Family Business: An Exploratory Study. *Family Business Review*, 20(3), 199-213.
- Bork, D., Jaffe, D. T., Lane, S. H., Dashew, L. and Heisler, Q. G. (1996). Working with Family Businesses: A Guide for Professionals, San Francisco: Jossey-Bass Inc., Publishers.
- Brailsford, T. Oliver, B. and Pua, S. (2002). On Relation between Ownership Structure and Capital Structure. *Accounting and Finance*, 42, 1-26.
- Cassar, G. (2004). The Financing of Business Start-ups. *Journal of Business Venturing*, 19, 261-283.
- Cassar, G. and Holmes, S. (2003). Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence, *Accounting & Finance*, 43(2), 123-147.
- Chaganti, R., DeCarolis, D. and Deeds, D (1995), Predictors of Capital Structure in Small Ventures, *Entrepreneurship Theory Practice*, 20(2), 7-18.
- Chittenden, F.; Hall, G. and Hutchinson, P. (1996). Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation. *Small Business Economics*, 8, 59-67.
- Cole, Rebel A. and Wolken, John D. (1995). Financial Services Used by Small Businesses: Evidence from the 1993 National Survey of Small Business Finances. *Federal Reserve Bulletin*, 81, 629-667.
- Coleman, Susan; Carsky, Mary, (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.
- DeAngelo, H. and Masulis, R. W. (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, 3-29.
- Dyer, W. Gibb (2003). The Family: The Missing Variable in Organizational Research, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 401-416.
- Ebben, J. and Johnson, A. (2006). Bootstrapping in Small Firms: An Empirical Analysis of Change Over Time. *Journal of Business Venturing*, 21(6), 851-865.
- Faulkender, M. and Petersen, M. A. (2006). Does the Source of Capital Affect Capital Structure? *Review of Financial Studies*, 19(1), 45-79.
- Friend, I. and Lang, L. (1988). An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-interest on Corporate Capital Structure. *Journal of Finance*, 43(2), 271-281.
- Gallo, M. A., Tàpies, J. and Cappuyns, K. (2004), Comparison of Family and Nonfamily Business: Financial Logic and Personal Preferences. *Family Business Review*, 17(4), 303-318.
- Gersick, K. F., Hampton, M. M., Lansberg, I. and Davis, J. A. (1996). Generation to Generation: Life

- Cycles of the Family Business, Boston: Harvard University Press.
- Harris, Milton and Raviv, Artur (1991). The Theory of Capital Structure, *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Harris, Milton, Artur Raviv, (1988). Corporate Control Contests and Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 20, 55-86.
- Harvey, M. and Evans, R. (1995). Forgotten Sources of Capital for the Family-Owned Business, *Family Business Review*, 8(3), 159-176.
- Haugen, R. and Senbet, L. (1988). Bankruptcy and Agency Costs: Their Significance to the Theory of Optimal Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23, 27-38.
- Hoy, F. (2003). Legitimizing Family Business Scholarship in Organizational Research and Education. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 417-422.
- Jensen, Michael (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. and Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kraus, A., and R. Litzenberger (1973). A State-Preference Model of Optimal Leverage, *The Journal of Finance*, 28, 911-920.
- Kurshev, A. and Strebulaev, I. A. (2007). Firm Size and Capital Structure, (Mimeo).
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World, *The Journal of Finance*, 54, 471-518.
- Lank, A. G. (1995). key Challenges Facing Family Enterprise, Lausanne, Switzerland: IMD Publication.
- Leland, H. E. and Pyle D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- López-Gracia, J. and Aybar-Arias, C. (2000). An Empirical Approach to the Financial Behaviour of Small and Medium Sized Companies. *Small Business Economics*, 14, 55-63.
- López-Gracia, J. and Sánchez-Andújar, S. (2007). Financial Structure of the Family Business: Evidence from a Group of Small Spanish Firms. *Family Business Review*, 20(4), 269-287.
- McConaughy, D. L.; Matthews, C. H. and Fialko, A. S. (2001). Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk, and Value. *Journal of Small Business Management*, 39(1), 31-49.
- Menéndez-Requejo, S. (2006). Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Spanish Family Firms, Chapter 31 in Poutziouris et al (2006).
- Miller, Merton H., (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- Modigliani, F. and Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F. and Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 437-447.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Myers, S. C. and Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Neubauer, F., Lank, A. (1998), *The Family Business: Its Governance for Sustainability*, London: MacMillan Press Ltd.
- Poutziouris, P. Z. (2006). The Structure and Performance of the UK Family Business PLC economy, Chapter 30 in Poutziouris et al (2006).
- Poutziouris, Panikkos Z. (2001), The Views of Family Companies on Venture Capital: Empirical Evidence from the UK Small to Medium-Size Enterprising Economy. *Family Business Review*, 14(3), 277- 291.
- Rajan, Raghuram and Zingales, Luigi (1995). What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50, 1421-1460.
- Ramalho, J. and Silva, J. (2009). A Two-part Fractional Regression Model for the Financial Leverage Decisions of Micro, Small, Medium and Large Firms, *Quantitative Finance*, 9(5), 621-636.
- Romano, C. A. Tanewski, G. A. and Smyrniotis, K. X. (2000), Capital Structure Decision Making: A Model for Family Business. *Journal of Business Venturing*, 16, 285-310.

Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.

Schulze, W. S.; Lubatkin, M. H.; Dino, R. N. (2003), Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms. *Journal of Business Venturing*, 18, 473-490.

Schulze, W. S.; Lubatkin, M. H.; Dino, R. N. and Buchholtz, A. K. (2001). Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence. *Organization Science*, 12(2), 99-116.

Sirmon, D. G. and Hitt, M. A. (2003). Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 339-358.

Smith, Max (2008). Differences Between Family and Non-Family SMEs: A Comparative Study of Australia and Belgium, *Journal of Management & Organization*, 14(1), 40-58.

Sonfield, M. and Lussier, R. (2004). First, Second and Third Generation Family Firms: A Comparison. *Family Business Review*, 17(3), 189-202.

Strebulaev, I. A. and Yang, B. (2007). The Mystery of Zero-Leverage Firms, (Mimeo).

Titman, Sheridan and Wessels, Robert, (1988), The Determinants of Capital Structure Choice, *The Journal of Finance*, 43(1), 1-21.

Ward, J. (1987). Keeping the Family Business Healthy, Jossey Bass: San Francisco.

Westhead, P. and Howorth, C. (2007). Types of Private Family Firms: An Exploratory Conceptual and Empirical Analysis. *Entrepreneurship & Regional Development*, 19, 405-431.

INSTRUCCIONES PARA EL ENVÍO DE ORIGINALES

El envío de manuscritos está siempre abierto y se realiza exclusivamente online en la siguiente dirección:

www.revistadeempresafamiliar.uma.es

Es necesario registrarse e identificarse para poder enviar artículos online y para comprobar el estado de los envíos.

Revista de Empresa Familiar cubre temas relevantes para este tipo de empresas tales como los siguientes:

- Comunicación interpersonal en la Empresa Familiar
- Conflicto
- Cultura
- Diferenciación / recursos / ventaja competitiva de la Empresa Familiar
- Dirección de la producción de la Empresa Familiar
- Dirección estratégica y cambio organizacional de la Empresa Familiar
- Dirección y teoría organizacional de la Empresa Familiar
- Emprendeduría / innovación de la Empresa Familiar
- Género y etnias
- Gestión de los recursos humanos de la Empresa Familiar
- Gestión financiera / Mercado de capitales / liquidez y temas fiscales de la Empresa Familiar
- Gobierno de la Empresa Familiar
- Internacionalización y globalización de la Empresa Familiar
- Marketing de la Empresa Familiar
- Profesionalización (incentivación de ejecutivos no familiares)
- Rendimiento y crecimiento de la Empresa Familiar
- Responsabilidad social corporativa y ética de la Empresa Familiar
- Sucesión / protocolo / continuidad

Las normas de publicación que a continuación se detallan se basan en las de la *American Psychological Association* (APA). Los trabajos

se presentarán en tipo de letra Times New Roman, cuerpo 12, interlineado simple, justificados completos y sin tabuladores ni retornos de carros entre párrafos. Sólo se separarán con un retorno los grandes bloques (autor, títulos, resúmenes, descriptores, créditos y apartados). No se deben usar mayúsculas en ninguna parte del manuscrito. La configuración de página debe ser de 3 cm. en todos los márgenes (laterales y verticales) y la sangría de 0.5 cm. en la primera línea del párrafo. Los trabajos han de enviarse en formato Word (preferentemente .docx).

Normas para autores:

Para la presentación del trabajo, los autores y autoras deberán seguir las normas expresadas en los siguientes puntos:

a. En el proceso de envío del trabajo, en el “Paso 2: Introducción de los metadatos del envío” debe figurar como mínimo, la siguiente información:

- Para cada uno de los autores, nombre y apellidos, puesto y filiación institucional (en el caso de que la haya), correo electrónico y un breve resumen biográfico (50 palabras aproximadamente) señalando los antecedentes de publicación.

- Título del trabajo (en castellano y en inglés).

- Resumen del trabajo (en castellano y en inglés), con una extensión aproximada de 100-130 palabras.

- Palabras clave (en castellano y en inglés). Cuatro palabras clave, como máximo, para cada uno de los idiomas, separadas por “;” (punto y coma).

- Códigos JEL

b. En el texto del trabajo no deben figurar ningún tipo de información sobre los autores.

c. Los artículos deben estar escritos con un estilo claro y pedagógico.

d. Los trabajos han de enviarse en formato word, todo el texto en letra Times New Roman a

12 puntos e interlineado sencillo, en folio A4 con márgenes de 3 cm.

e. Los/as autores/as evitarán en lo posible las notas a pie de página. En cualquier caso, Revista de Empresa Familiar las aceptará siempre y cuando no dificulten la lectura ágil del texto. Cuando existan, deberán figurar a pie de página.

f. Sólo se admitirán tres niveles de títulos debidamente especificados y sin centrar:

Título del artículo: minúsculas, negrita, tamaño de letra 16 pt.

Título 1: minúsculas y negrita

Título 2: minúsculas y cursiva

g. Las referencias han de seguir estrictamente las normas de la APA (*Manual de Publicación de la Asociación Americana de Psicología*, 6ª edición). Ejemplos:

Libro:

Castilla, M., Duréndez, A., García, D., Sánchez, S., y Torres, C. (2009). *El Mercado Alternativo Bursátil como alternativa de financiación para la empresa familiar española*. Granada: Universidad de Granada.

Capítulo de libro:

Ariño, A. (2005). Las alianzas estratégicas: una opción para potenciar el crecimiento de la empresa familiar. En M. Garrido y J.M. Furgado (Eds.), *El Libro Blanco sobre patrimonio familiar, empresarial y profesional. Sus protocolos* (pp. 631-675). Barcelona: Bosch, S.A.

Artículo:

Benavides Velasco, C.A., Guzmán Parra, V.F., y Quintana García, C. (2011). Evolución de la literatura sobre empresa familiar como disciplina científica. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 14(2), 78-90.

h. Los gráficos, imágenes y figuras deben realizarse con la calidad suficiente para su reproducción digital y deben situarse en el mismo fichero al final del manuscrito. Si no tuviesen la resolución suficiente se solicitaría a los autores su entrega en un formato editable (excel, powerpoint o similar).

Estructura del envío:

Deben remitirse simultáneamente tres archivos: manuscrito en primer lugar y en el

siguiente paso del envío como “ficheros complementarios” la carta de presentación, y la primera página, conforme a las normas detalladas.

1) Carta de presentación

En este archivo, con la firma del autor/es, se debe solicitar la evaluación del manuscrito, junto a una declaración de que se trata de:

-Una aportación original realizada por las autorías firmantes.

-No enviada, durante el proceso de evaluación y publicación a otras revistas.

-Aceptación, si procede, de cambios en el manuscrito conforme a las normas.

-Cesión de derechos al editor en caso de publicación.

2) Portada

Este archivo contendrá:

-*Nombre y primer apellido* de cada uno de los autores seguido de la ciudad y el país (entre paréntesis). La forma de firma ha de respetar las normas de las bases de datos internacionales para indexación de autores y páginas web (www.accesowok.fecyt.es). Véase también *International Registry for Authors: www.iralis.org*.

-*Título del artículo* (conciso pero informativo), en castellano en primera línea y luego en inglés, conformado con el mayor número de términos significativos posibles. Se aceptan como máximo dos líneas (máximo 80 caracteres con espacios). Los mismos no son sólo responsabilidad de los autor/es sino también de los editores. Por tanto, si éstos no recogen correctamente el sentido del trabajo podrá modificarse en esta línea. Si es necesario, caben subtítulos que anclen o amplíen el sentido, sin sobrepasar 60 caracteres, en castellano e inglés.

-*Resumen en español* de 100-130 palabras, donde se describirá de forma concisa, el motivo y el objetivo de la investigación, la metodología empleada, los resultados más destacados y las principales conclusiones, con la siguiente

estructura: justificación del tema, objetivos, metodología del estudio, resultados y conclusiones.

-*Abstract en inglés* de 100-130 palabras. Para su elaboración, al igual que para el título y las *key words*, no se admite el empleo de traductores automáticos por su deficiente calidad. Los evaluadores analizan también este factor al valorar el trabajo y el nivel lingüístico y estilo si es necesario.

-*Palabras clave en español* (4 descriptores).

-*Key words en inglés* (4 descriptores).

-*Nombre y apellidos completos*, seguidos del centro de trabajo y correo electrónico de cada autor. Es obligatorio indicar si se posee el grado académico de doctor (incluir Dr./Dra. delante del nombre). Posteriormente indicar el responsable de la correspondencia y la institución responsable (en su caso).

3) *Manuscrito*

En caso de trabajos para la sección de Investigación, los manuscritos respetarán rigurosamente la estructura que se presenta, presentándose antes del cuerpo del texto, en primer lugar y sin centrar los siguientes apartados:

Título (español)

Title (inglés)

Resumen (español)

Abstract (inglés)

Palabras clave (español)

Key Words (inglés)

Códigos JEL

Lista de comprobación en la preparación del envío:

Como parte del proceso de envío, se les requiere a los autores que indiquen que su envío cumpla con todos los siguientes elementos, y que acepten que pueden ser devueltos al autor envíos que no cumplan con indicaciones como por ejemplo:

-El envío no ha sido publicado previamente ni está en proceso de evaluación de otra publicación.

-El fichero enviado está en formato Microsoft Word.

-La bibliografía cumple las normas APA.

-El texto tiene interlineado simple; letra Times New Roman, el tamaño de fuente es 12 puntos; se usa cursiva en vez de subrayado y todas las ilustraciones, figuras y tablas están al final del texto.

-No existe en el manuscrito información sobre los autores, tiene que asegurarse que las instrucciones que figuran en la web de la revista en "**Asegurando de una revisión a ciegas**" han sido seguidas.

Declaración de privacidad:

Los nombres y direcciones de correo-e introducidos en esta revista se usarán exclusivamente para los fines declarados por esta revista y no estarán disponibles para ningún otro propósito u otra persona.

Responsabilidades éticas:

La Revista no acepta material previamente publicado. Los autores son responsables de obtener los oportunos permisos para reproducir parcialmente material (texto, tablas o figuras) de otras publicaciones y de citar su procedencia correctamente. Estos permisos deben solicitarse tanto al autor como a la editorial que ha publicado dicho material.

La Revista espera que los autores declaren cualquier asociación comercial que pueda suponer un conflicto de intereses en conexión con el artículo remitido y en caso de investigaciones financiadas que cuenten con permiso de publicación por parte de la institución que ha financiado la investigación.

Proceso editorial:

Revista de Empresa Familiar acusará recepción de los trabajos enviados por los autores/as y ofrecerá a través de la web de la revista, en su área personal, información del proceso de aceptación/rechazo, así como, en caso de aceptación, del proceso de edición. Revista de Empresa Familiar pasará a considerar el trabajo para su evaluación, comprobando si se adecua a la cobertura de la revista y si cumple las normas de publicación. En tal caso se procederá a su revisión externa.

Los manuscritos serán revisados, de forma anónima como mínimo por dos expertos en el objeto de estudio y/o metodología empleada. A la vista de los informes externos, se decidirá la aceptación/rechazo de los artículos para su publicación, así como la introducción si procede de las modificaciones oportunas, en cuanto a extensión, estructura o estilo de los manuscritos, respetando el contenido del original.

El protocolo utilizado por los revisores de la revista es público. El plazo de evaluación de trabajos, superados los trámites previos de aceptación, es aproximadamente de dos meses.

Los autores recibirán los informes de evaluación de los revisores, de forma anónima, para que éstos puedan realizar (en su caso) las correcciones o réplicas oportunas. Los autores/as de artículos aceptados, antes de la edición final, recibirán las pruebas de imprenta en formato pdf, para su revisión en las 72 horas siguientes.

En general, una vez vistos los informes externos, los criterios que justifican la decisión sobre la aceptación-rechazo de los trabajos por parte de la redacción son los siguientes:

- a) Actualidad y novedad.
- b) Relevancia: aplicabilidad de los resultados para la resolución de problemas.
- c) Originalidad: información valiosa, sin repetición de resultados conocidos.
- d) Significación: avance del conocimiento científico.
- e) Fiabilidad y validez científica: calidad metodológica contrastada.
- f) Organización (coherencia lógica y presentación material según las normas especificadas especialmente la bibliografía o referencias utilizadas).
- g) Presentación: buena redacción y gramática.

REVISTA DE EMPRESA FAMILIAR

Petición de trabajos / Call for papers

RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA EN LA EMPRESA FAMILIAR

CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY IN FAMILY FIRMS

Coordinadora / Editor of the Special Issue

CRISTINA QUINTANA GARCÍA

Universidad de Málaga

Petición de trabajos

Para el próximo número de la revista se seleccionarán trabajos recibidos hasta el 30 de Septiembre de 2013. El envío de manuscritos está siempre abierto y se realiza exclusivamente online en la siguiente dirección:

www.revistadeempresafamiliar.uma.es

Es necesario registrarse e identificarse para poder enviar artículos online y para comprobar el estado de los envíos.

La empresa familiar como área de investigación ha experimentado un desarrollo especialmente intenso en la última década dentro del campo del *Management*. Algunas temáticas que han recibido especial atención están relacionadas con la sucesión, el gobierno corporativo, la dinámica interpersonal familiar, el emprendimiento e innovación, etc. A pesar de la extensa y creciente literatura sobre Responsabilidad Social Corporativa (RSC), son muy escasas las contribuciones que estudian esta filosofía de gestión en el ámbito de la empresa familiar. La RSC hace referencia a la integración voluntaria, por parte de las empresas, de las preocupaciones sociales y ambientales en sus operaciones comerciales y las relaciones con sus *stakeholders* o grupos de interés (clientes, empleados, proveedores, propietarios/accionistas, sindicatos, comunidad local, etc.). Las empresas que promueven un comportamiento socialmente responsable - pretenden, entre otras cuestiones, dar respuestas a las demandas de los grupos de interés,

conseguir la fidelidad del consumidor y mejorar la reputación corporativa y los resultados. En las empresas familiares han sido identificados aspectos positivos y negativos en sus relaciones con los *stakeholders*. Esta circunstancia, junto a las características distintivas y la importancia de las empresas familiares en la economía nacional y mundial, justifican el que sea crucial identificar e investigar motivaciones, orientaciones, prácticas y consecuencias de las acciones de RSC que puedan ser específicas para este tipo de compañías.

El número monográfico que se propone tiene como objetivo principal avanzar en el conocimiento de la RSC en las empresas familiares, mediante investigaciones empíricas enfocadas desde distintas perspectivas teóricas. Serán bienvenidos trabajos empíricos efectuados desde diversos enfoques metodológicos, pudiendo estar referidos tanto al contexto nacional como al internacional.

Los trabajos pueden estudiar las motivaciones, proceso de implantación, implicaciones estratégicas, y consecuencias y resultados de la RSC o de prácticas o actuaciones concretas de un ámbito de la RSC. Las prácticas de especial interés para este monográfico quedan agrupadas en los tres ámbitos que habitualmente suelen distinguirse dentro de la RSC:

Ámbito económico:

- Valor económico generado y distribuido.

- Utilización del grado de satisfacción de los *stakeholders* como un indicador de rendimiento de la empresa.
- Cadena de suministro sostenible.
- Contribución a la prosperidad económica local donde la empresa desarrolla operaciones.
- Establecimiento de alianzas y colaboraciones con *stakeholders* y otras organizaciones para promover aspectos de responsabilidad social y actuaciones concretas dentro de un sector de actividad.

Ámbito ambiental

- Consumo / eficiencia energética en la empresa. Consumo / reciclaje de recursos naturales escasos.
- Desarrollo de productos y servicios eficientes en el consumo de energía o basados en energías renovables.
- Contribución a la biodiversidad en espacios naturales y restauración del hábitat.
- Iniciativas para mitigar los impactos ambientales de los productos y servicios / reducción de emisiones, vertidos y residuos.
- Reducción del impacto del transporte de los productos y materiales utilizados en las actividades.
- Realización de diseños, construcciones y restauraciones de modo respetuoso con el medioambiente.

Ámbito social

- Seguridad y salud en el trabajo / seguridad y salud en el cliente.
 - Políticas de conciliación de la vida laboral y familiar.
 - Igualdad de oportunidades y prevención de la discriminación en el salario, promoción y otros aspectos laborales.
 - Mantenimiento y mejora de la calidad de vida en la comunidad local / apoyo a causas sociales.
 - Protección y preservación de la cultura, tradiciones y patrimonio local.
 - Aprovisionamiento de productos saludables y responsables.
- Serán también tenidos en consideración otros trabajos interesantes que se ocupen de temas no especificados en la relación anterior, siempre y cuando sus contenidos estén vinculados a uno de los ámbitos de la RSC.

Los artículos recibidos serán sometidos a un proceso de evaluación anónima por pares, de acuerdo al procedimiento habitualmente utilizado por la *Revista de Empresa Familiar*. Los artículos aceptados serán publicados en el número especial dedicado al tema o, si el espacio disponible en éste no lo permitiera, en un número regular.

Call for papers

Family firm as a research area in Management has been developing over the last decade. Some topics of interest that have received particular attention are succession, corporate governance, interpersonal family dynamics, entrepreneurship and innovation and so on. In spite of the extant and growing literature on Corporate Social Responsibility (CSR), little attention has been devoted to explore this management philosophy in family firms. CSR can be defined as the integration on a voluntary basis of social and environmental concerns in the firms' business operations and interactions with their stakeholders (customers, employees, suppliers, owners/shareholders, unions, local community, etc.). Some motivations to engage in socially responsible behavior are providing a response to specific demands of stakeholders, generating customer loyalty, enhancing corporate reputation and improving the firm's performance. Family businesses have been associated both to positive and negative features in their relationships with the stakeholders. Given this fact as well as the particular characteristics and the importance of family-owned firms to the national and world economy, it is critical to identify and research the motivations, approaches, practices and consequences of CSR actions that can be peculiar in this type of companies.

The purpose of this special issue is to advance knowledge of CSR in family firms through empirical contributions that can be linked to

different theoretical perspectives. Empirical studies based on different methodologies are welcomed, and they can analyze national or international samples of firms.

Contributions can research motivations, implementation processes, strategic implications, and consequences and outcomes of CSR or of certain practices and actions related to a dimension of CSR. Regarding those practices, this special issue is interested in papers addressing the following topics that are categorized into the three dimensions that are usually identified in CSR:

Economic dimension

- Economic value generated and distributed.
- Using the level of stakeholder satisfaction as a indicator of the firm's performance.
- Supply chain sustainability.
- Contribution to the local economy where the firm develops its operations.
- Establishment of alliances and collaboration with stakeholders and other organizations to enhance socially responsible practices and specific actions in the sector.

Environmental dimension

- Energy consumption and efficiency in the company / Consumption and recycle of scarce natural resources.
- Providing energy-efficient or renewable energy based products and services.
- Habitat protection or restoration.
- Initiatives to mitigate environmental impacts of products and services/ reducing emissions, effluents, and waste.
- Reduction of environmental impacts in the transportation of products and other goods and materials used for the firm's operations.
- Developing designs, buildings and restorations that protect the environment.

Social dimension

- Occupational health and safety / customer health and safety.

- Policies of work-life balance.

- Equality of opportunity and prevention of discrimination in remuneration, promotion and other occupational dimensions.

- To maintain and strengthen the quality of life in local and international communities / support for social causes.

- Protection and conservation of local cultural heritage and traditional values.

- Purchasing healthy and responsible products.

Contributions could focus on other topics that are linked to any dimension of CSR.

All manuscripts will be peer-reviewed following the usual process of the *Revista de Empresa Familiar*. Those papers that are accepted will be published in the special issue or in a regular issue if there is no available space.

Manuscripts must be submitted online at the web page of the *Revista de Empresa Familiar* (www.revistadeempresafamiliar.uma.es), by selecting the option related to the special issue.

The deadline for submission is September 30th of 2013.

Contributions can be written in Spanish or English, and they must be prepared in accordance with the usual norms of the *Revista de Empresa Familiar* that can be found on the same web page.



REVISTA DE EMPRESA FAMILIAR

Cátedra Santander de Empresa Familiar de la Universidad de Málaga



Red de Cátedras de



Empresa Familiar

ne^xia < FUNDACIÓN PARA EL DESARROLLO DE LA FAMILIA EMPRESARIA

