

Supervivencia y diversificación de los grupos familiares y no familiares encabezados por una empresa española cotizada en el período 1990-2005

El presente trabajo analiza la evolución y supervivencia de un colectivo de empresas familiares y no familiares que cotizaban en la Bolsa en 1990 durante el período 1990-2005; posteriormente se estudia el grado de diversificación de los grupos piramidales familiares y no familiares de sociedades presentes en las empresas cotizadas supervivientes, donde el grupo queda delimitado por el conjunto de empresas bajo control efectivo del accionista principal (familiar o no familiar) de la empresa cotizada. La finalidad última del presente trabajo es comprobar la existencia o no de diferencias, en primer lugar, en las tasas de permanencia en los mercados bursátiles y en las tasas de supervivencia de las empresas familiares y no familiares y, en segundo lugar, en el grado de diversificación de los grupos familiares y no familiares de sociedades. La evidencia empírica revela un incremento de la presencia de las familias dentro de los mercados bursátiles, una tasa superior de supervivencia para el colectivo de empresas familiares y unas diferencias mínimas en el grado de diversificación entre los grupos familiares con respecto a los no familiares (excluido el sector «Construcción» por ser atípico en su evolución).

1990ean burtsan kotizatzen zuten enpresa familiar eta ez-familiarren talde bati buruzko bilakaera eta iraupena aztertzen du lan honek, 1990-2005 aldian izandako bilakaera. Horren ondoren, burtsan bizirik iraun duten enpresa kotizatueta ageri diren sozietateei buruzko piramide-talde familiar eta ez-familiarren dibertsifikazio-maila aztertzen du, zeinaren bitartez, taldea enpresa kotizatuko akziodun nagusiaren (familiarren edo ez-familiarren) egiazko kontrolaren peko enpresa-multzoak zedarrituta geratzen baita. Honako lan honen azkeneko helburua da egiaztatzea ea desberdintasunik dagoen edo ez, lehenik eta behin, burtsa-merkatuetako iraupeneko tasetan eta enpresa familiar eta ez-familiarren biziraupeneko tasen artean, eta, bigarrenik, sozietateen talde familiar eta ez-familiarren dibertsifikazio-mailan. Evidentzia enpirikoak erakusten du gehitu egin dela familien presentzia burtsa-merkatuen barruan, iraupeneko tasa handiagoa dela familia-enpresen taldearentzat eta desberdintasuna oso txikia dela talde familiarren arteko dibertsifikazio-mailan, ez-familiarren aldean (betiere «Eraikuntza» sektorea alde batera utzita, bilakaera atipikoa baitu).

This paper analyses the evolution and survival of a collective of family and non-family firms that were listed in the shared market in 1990 during 1990-2005; later we studied the degree of diversification for family and non-family pyramidal groups present in survivor listed companies, where a group is represented by all companies under the effective control of the main shareholder (family or non-family) of listed company. The ultimate purpose of this study is to verify the existence of differences, first, in stock markets permanence rates and in survival rates for family and non-family firms, and secondly, differences in the degree of diversification for family and non-family groups. Empirical analysis shows an increase in the presence of families in stock markets, a higher rate of survival for family firms and few minor differences in the degree of diversification among family and non-family groups (excluding "Construction", that is atypical in its evolution).

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Evolución y supervivencia en el período 1990-2005
 3. Crecimiento y grado de diversificación
 4. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: empresa familiar, gobierno corporativo, diversificación, supervivencia empresarial, estructura de propiedad.

Keywords: family firm, corporate governance, diversification, corporate survival, ownership structure.

N.º de clasificación JEL: G32, M13, M21.

1. INTRODUCCIÓN

Desde que Berle y Means (1932) propusieron la separación efectiva entre la propiedad y el control de las decisiones gerenciales, muchos estudios se han centrado en el gobierno corporativo de las organizaciones. Si bien este modelo fue considerado como válido durante décadas, posteriores investigaciones han demostrado que las empresas, en la gran mayoría de las economías, optan por una mayor concentración de la propiedad y el control (Demsetz y Lehn, 1985; La Porta *et al.*, 1999; Thomsen y Pedersen, 2000; Faccio y Lang, 2002), con el objeto de evitar el problema de agencia que surge de la separación entre la propiedad y el control (Fama y Jensen, 1983; Jensen, 1989). La concentración de la propiedad predomina en aquellos países con una menor protección legal de los accionistas, donde los principales grupos de control y principales accionistas ejercen un poder superior

en la toma de decisiones al correspondiente por sus derechos de *cash-flow*, bien mediante el uso de estructuras piramidales, bien participando en la dirección de la empresa (La Porta *et al.*, 1999).

La investigación ha puesto de manifiesto que las familias constituyen uno de los principales grupos de control de las organizaciones. En España, Galve y Salas (1993) presentan evidencias empíricas sobre la composición del accionariado de las grandes sociedades anónimas españolas cotizadas en el mercado bursátil, a partir del cual se obtiene una primera aproximación al desarrollo capitalista y a la naturaleza de la dirección empresarial en España. Los resultados de su estudio muestran que más de un 70% de las empresas cotizadas en 1990 (311 empresas) están controladas por otra empresa (nacional o extranjera) o entidad de crédito, es decir, forman parte de una estructura *holding* que previsiblemente significa

un notable grado de vigilancia de los accionistas sobre los gerentes. Prácticamente el resto de las empresas de la muestra, un 26,2%, está bajo control de las familias, grupo al que se les atribuye una elevada disposición a supervisar la actuación de los gerentes. Sólo un 2,3% de las empresas se encuentran bajo control gerencial, es decir no cuentan con accionistas con una presencia en el capital social de al menos el 5%, lo cual revela que la empresa gerencial, en el sentido americano, tiene escasa relevancia en España. Faccio y Lang (2002) al estudiar los últimos propietarios de las empresas en los países europeos observan cómo en España, para el año 1997, el 56% de las empresas cotizadas están controladas por familias (sobre el total de empresas cotizadas, incluidas las financieras). Del mismo modo, Santana y Aguiar (2006) para el período 1996-2002, obtienen que los grupos familiares controlan aproximadamente el 50% de las empresas cotizadas, incrementándose anualmente la presencia de las familias dentro de los mercados bursátiles. Por tanto, las investigaciones precedentes sugieren un incremento importante, a lo largo del tiempo, de la participación de los grupos familiares en los mercados de valores.

Desde el punto de vista financiero, la teoría de la empresa ha considerado la empresa familiar como una organización donde la propiedad y el control de la empresa están concentrados en las mismas personas, que son además quienes trabajan en la empresa; véase Fama y Jensen (1983), Jensen y Meckling (1986). La empresa familiar sería el antiparadigma de la separación entre propiedad y control diagnosticado por Berle y Means en la gran empresa americana. La propiedad familiar va asociada con una fuerte preferencia por el control familiar de los activos de la empresa y por garantizar la su-

pervivencia de la empresa a largo plazo y en manos del grupo familiar. Perder el control supone una pérdida de utilidad muy alta para la familia, hasta el punto de que la consecución y mantenimiento del control se convierten en un fin en sí mismo. En términos operativos, la preferencia tan fuerte por el control introduce una restricción singular en las posibilidades de elección de la empresa familiar: el total de capital invertido no puede ir más allá de la riqueza de la familia (Galve y Salas, 2003). Las empresas familiares adoptarán estrategias empresariales de crecimiento acordes con su deseo de mantener la propiedad y el control en manos de un grupo de personas que comparten lazos familiares junto con el deseo de que este control se mantenga en las futuras generaciones (Chami, 1999; Casson, 1999).

Galve y Salas (2003) señalan que si la propiedad familiar introduce una restricción al crecimiento que la propiedad no familiar puede evitar, entonces la empresa familiar como forma de gobierno, que quiere garantizar su supervivencia a largo plazo, debe disponer de otras ventajas exclusivas de la propiedad familiar que superen a los inconvenientes impuestos por la restricción financiera. Por el lado positivo, las relaciones familiares refuerzan la cohesión y confianza entre los socios y, a veces, entre los trabajadores, incrementan el nivel de compromiso para desarrollar el proyecto empresarial y alargan el horizonte de tiempo en la toma de decisiones, puesto que se espera que las futuras generaciones continuarán con el compromiso de relanzar la empresa que han recibido. Las ventajas comentadas pueden suponer una mejora en la dirección de las empresas familiares, al trabajar con una visión a largo plazo, incurrir en menores costes de supervisión y contar con una mayor habilidad para generar confianza y se-

guridad. Pero la familia como estructura de gobierno presenta también limitaciones y desventajas. Citar como más importantes el trasvase de conflictos desde la familia a la empresa, la dificultad práctica de aplicar determinadas sanciones a miembros de la familia, la oferta limitada de talento y habilidades dentro del seno familiar y el freno al crecimiento cuando éste debe acomodarse a los recursos disponibles (Galve y Salas, 2003).

Resumiendo, aquellas empresas controladas por familias presentan unas ventajas y desventajas adicionales al resto de empresas controladas por otros accionistas de control no familiares (por ejemplo: una empresa nacional, capital extranjero, entidad financiera o el Estado). En el caso de que los aspectos negativos predominen, las organizaciones familiares se encontrarán con un mayor número de dificultades que condicionarán la supervivencia de la propia compañía. Si los efectos positivos prevalecen, la mejor gestión y el deseo de continuidad favorecerán la existencia y supervivencia de las empresas familiares a lo largo del tiempo.

Tras lo comentado, el presente trabajo pretende dar respuesta a las siguientes cuestiones: En primer lugar, y dada la importancia de las empresas familiares en las economías nacionales¹, ¿cuál es la presencia y evolución de las empresas familiares en el mercado bursátil español durante el período 1990-2005?; en segundo lugar, ¿influye la naturaleza del accionista principal de control en la supervivencia de las empresas?; y por último, y con respecto a las decisiones estratégicas, ¿existen diferen-

cias en el grado de diversificación de los grupos familiares y no familiares de sociedades presentes en las empresas cotizadas supervivientes, donde la empresa cotizada es la sociedad cabecera del grupo?

Para ello, el trabajo se estructura de la siguiente manera: primero, se analiza la presencia y evolución en 15 años de un colectivo de empresas españolas cotizadas en 1990, así como la tasa de permanencia de las empresas en Bolsa durante el período y la tasa de supervivencia de las empresas que abandonan el mercado bursátil en el período (1990-2005); el análisis se realiza diferenciando por tipo de empresa atendiendo a la naturaleza del accionista principal de control (familiar/no familiar). En segundo lugar, y tras una breve revisión teórica sobre la relación existente entre estructura de propiedad y diversificación, se analiza y compara el tamaño medio y crecimiento de las empresas cotizadas supervivientes, tanto familiares como no familiares. Finalmente, tomando como unidad de análisis el grupo piramidal de sociedades que hay detrás de cada una de las empresas cotizadas, se estudia el grado de diversificación de los grupos familiares y no familiares de sociedades presentes en la muestra de empresas cotizadas supervivientes, definido el grupo por la principal empresa cotizada y todas sus sociedades dependientes (aquellas sociedades donde el principal accionista es la empresa cotizada: ésta posee una participación mayoritaria de la propiedad o ejerce el poder de decisión).

2. EVOLUCIÓN Y SUPERVIVENCIA EN EL PERÍODO 1990-2005

En el presente apartado se realiza el análisis evolutivo de una muestra de empresas

¹ En España según el Instituto de la Empresa Familiar las empresas familiares constituyen el 90% del total de empresas, representan el 60% del Producto Nacional Bruto y ocupan aproximadamente al 65% de la población activa.

familiares y no familiares que cotizaban en el mercado bursátil en 1990, a través del cual se pretende comprobar si las empresas durante el período 1990-2005 siguen cotizando en el mercado bursátil bajo el mismo grupo de control, si han sido objeto de transformaciones importantes o si han dejado de cotizar, averiguando en este último caso el grado de supervivencia de las mismas.

La muestra inicial consta de 211 empresas cotizadas en los mercados bursátiles españoles para el año 1990 y pertenecientes a diferentes sectores de actividad, sin considerar el sector energético ni financiero². A continuación se ha realizado un seguimiento de dichas empresas para el período indicado, comprobando si cotizan, si han sufrido transformaciones, si han dejado de cotizar pero sobreviven como empresas no cotizadas, o finalmente si han sido liquidadas.

A la hora de definir el tipo de empresa atendiendo a la naturaleza del accionista principal, se considera una empresa familiar cuando la familia no sólo posee la participación accionarial (directa e indirecta) más importante de la compañía, sino que además uno o varios miembros de la familia ocupan puestos clave en la dirección de la empresa y en el Consejo de administración (Galve y Salas, 1993). Además, como comprobación de una correcta clasificación se ha identificado al último propietario de éstas (La Porta *et al.*, 1999), analizando las cadenas de propiedad tanto horizontales como verticales, y obteniéndose como resultado la misma clasificación para la totalidad de las empresas analizadas.

² En el estudio no se han considerado ni el sector energético ni el sector financiero debido a las características específicas de las normativas y regulaciones que en ellos existen.

Para ello, se ha empleado como fuente de información la página Web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (www.cnmv.es), que suministra las memorias contables de las compañías cotizadas, la información sobre los principales accionistas y consejeros y la participación de éstos en la propiedad de la empresa. Las empresas han sido clasificadas sectorialmente utilizando como criterios básicos los seguidos tanto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) como por la Bolsa de Madrid (www.bolsamadrid.es). Para una correcta clasificación se ha comprobado la coincidencia de ambos criterios con la clasificación CNAE-93 Rev. 1.

El cuadro n.º 1 recoge la evolución de las 211 empresas españolas para el período 1990-2005, atendiendo a la naturaleza del accionista principal (distinguiendo entre empresas familiares y no familiares). En concreto, el cuadro n.º 1 proporciona información sobre la permanencia de las empresas en el mercado bursátil en el año 2005, las posibles transformaciones a las que han estado sujetas (por procesos de absorción/fusión), así como si han dejado de cotizar en la Bolsa (bien por una OPA de exclusión, bien por no cumplir con los requisitos mínimos exigidos para poder cotizar en los mercados de valores).

El cuadro n.º 1 revela que sólo el 39% de las 211 empresas cotizadas en 1990 siguen cotizando en el mercado bursátil en 2005, un 47% dejan de formar parte del mercado bursátil y un 14% han estado sujetas algún tipo de transformación; en concreto, un 9% han sido absorbidas por otras compañías, un 3% se han fusionando con otras empresas y tan sólo un 2% desaparecen al ser liquidadas. Adicionalmente, y atendiendo a la naturaleza del accionista principal, en el cuadro se observa como en

Cuadro n.º 1
Evolución de las empresas familiares y no familiares cotizadas en 1990. (1990-2005)

		Evolución período 1990-2005													
		Cotizan				No cotizan			Sufren transformaciones						
		Empresas cotizadas Año 1990		Evolución grupo control		OPA / No mínimos		Absorbidas		Fusionadas		Liquidadas		Empresas cotizadas Año 2005	
Tipo	núm.	%	Fam.	núm.	%	núm.	%	núm.	%	núm.	%	núm.	%	n	%
Fam.	68	32	25	37	4	6	36	53	2	3	-	1	1	44	53
No Fam.	143	68	19	13	35	25	62	43	17	12	7	5	3	39	47
Total	211	100	44	21	39	18	98	47	19	9	7	3	4	83	39

Fuente: Elaboración propia.

el año 1990 el 68% de las empresas cotizadas son empresas no familiares (143 empresas), siendo el 32% restante empresas familiares.

Con respecto a la evolución de las empresas familiares y no familiares en el período 1990-2005, el cuadro n.º 1 muestra que las empresas familiares poseen una mayor tasa de permanencia en el mercado bursátil (43%) que las empresas no familiares (38%), siendo también mayor la proporción de las empresas familiares cotizadas que permanecen bajo el mismo grupo de control familiar (25 de las 29 empresas que se mantienen cotizadas durante el período) y menor la proporción de empresas familiares que pasan a ser controladas por otros accionistas no familiares durante el período (4 de las 29 empresas). Estas proporciones son considerablemente distintas para el colectivo de empresas no familiares que permanecen en la Bolsa durante el período, ya que 35 de las 54 empresas no familiares que se mantienen lo hacen bajo control no familiar y las restantes 19 empresas pasan a estar controladas por familias durante el período. En el año 2005 se mantienen en el mercado bursátil 83 empresas de las 211 de la muestra inicial (39%), estando un 53% de las empresas controladas por familias (frente al 32% existente en el año 1990).

Con respecto a aquellas compañías que dejan de cotizar, se observa un mayor porcentaje en las empresas familiares: un 53% frente al 43% de las empresas no familiares. Con respecto a las transformaciones que sufren las empresas como consecuencia de los procesos de fusión/absorción producidos durante el período, un 17% de las empresas no familiares forman parte de dichos procesos de fusión/absorción frente al 3% de las empresas familiares. Finalmen-

te, apenas existen diferencias según el accionista principal de control para las empresas liquidadas.

El cuadro n.º 2 analiza la evolución sectorial de la muestra de empresas cotizadas para el período atendiendo a la naturaleza del accionista principal. En el año 1990 los sectores más importantes son el «Inmobiliario» (19% de las empresas de la muestra), «Alimentación, bebidas y tabaco» (12% del total de empresas), y «Cementos/Vidrios» (9% del total de empresas). A su vez los sectores menos representativos son «Automóvil/Otro material de transporte», «Nuevas Tecnologías»³ y «Transportes y comunicaciones», (apenas suponen cada uno un 3% de la muestra total de empresas). Las empresas familiares poseen una mayor importancia relativa en el sector «Textil/Vestido/Calzado/Otros bienes consumo» (donde el 60% de las empresas del sector son familiares), «Transportes y comunicaciones» (57%), y una mayor importancia en términos absolutos en el sector «Alimentación, bebidas y tabaco» (12 empresas familiares) e «Inmobiliario» (13 empresas familiares). Por su parte las empresas no familiares predominan en los sectores «Aparcamientos y autopistas» (91%), «Madera/Química» (85%), «Automóvil/Otro material de transporte» (83%) y «Nuevas Tecnologías» (83%).

En el año 2005, para aquellas empresas de la muestra inicial que siguen cotizando en la Bolsa, apenas existen diferencias sectoriales, manteniéndose los sectores «Inmo-

³ Indicar que en el año 1990 no existía la denominación del sector «Nuevas Tecnologías» como tal, término que aparece con posterioridad. Sin embargo, se ha creído conveniente usar dicha nomenclatura dado que refleja más adecuadamente las actividades realizadas por las empresas en él incluidas, siendo más acorde con la nomenclatura actualmente empleada en los mercados de valores.

biliario» y «Alimentación, bebidas y tabaco» como los más relevantes e incrementándose la importancia del sector «Construcción». Cuando se diferencia por tipos de control, del cuadro n.º 2 se desprende que en el año 2005, en 9 de los 13 sectores existentes, las empresas familiares incrementan o mantienen su participación con respecto a las empresas que permanecen cotizando durante el período, resultado de la transformación de empresas no familiares en empresas familiares, tal y como se ha observado en el cuadro n.º 1. Como cambios notables resulta interesante destacar la mayor proporción de empresas familiares en los sectores «Cementos/Vidrios» (100 %), «Construcción» (77 %) e «Inmobiliario» (67 %). Por otro lado las empresas no familiares predominan en los sectores «Nuevas Tecnologías» (83 %), «Fabricación y transformación de bienes de equipo y metales» (83 %) y «Metálicas Básicas» (75 %). Resumiendo, se puede decir que en general las empresas familiares predominan en aquellos sectores menos intensivos en capital productivo, es decir sectores que, previsiblemente, requieren un menor volumen de inversión.

Para el período 1990-2005, el cuadro n.º 2 muestra como tan sólo en 4 de los 14 sectores el porcentaje de empresas que siguen cotizando es superior al 50 por ciento, hecho que constata un bajo nivel de permanencia de las empresas en Bolsa durante los 15 años analizados; en concreto, los sectores con un mayor porcentaje de empresas que permanecen cotizando durante el período son: «Nuevas Tecnologías» (100 %), «Construcción» (64 %) «Textil/Vestido/Calzado/Otros bienes de consumo» (60 %) y «Apartamientos y autopistas» (55%). Por su parte, los sectores con menor proporción de empresas que permanecen cotizando durante el período son: «Automóvil/Otro

material de transporte» (la totalidad de las empresas dejan de cotizar), «Transportes y comunicaciones» (71 por ciento no cotizan), «Comercio y otros servicios» (70 por ciento no cotizan) y «Cementos/Vidrios» (69 por ciento dejan de cotizar).

En el cuadro n.º 2 se observa como en la mitad de los sectores el porcentaje de empresas familiares que dejan de cotizar supera al de empresas no familiares, produciéndose el hecho contrario en tan sólo 3 sectores. Ello podría ser indicativo de un mayor abandono por parte de las empresas familiares; sin embargo este hecho se ve compensado por el mayor incremento de empresas no familiares que pasa a estar controladas por una familia para el año 2005 (ver cuadro n.º 1 y cuadro n.º 2). Finalmente, y con relación a los procesos de fusión/absorción y liquidación entre empresas cotizadas, la mayor parte de estos tienen lugar en compañías no familiares: «Aparcamientos y autopistas» (50%), «Construcción» (27%), «Textil/Vestido» (25%) e «Inmobiliario» (22%).

Una vez analizada la evolución en 15 años de las empresas familiares y no familiares cotizadas en 1990 el presente trabajo pretende contestar a la siguiente pregunta: ¿qué ha ocurrido con las empresas que han dejado de cotizar en el período?; ¿siguen existiendo aunque no coticen ó han sido liquidadas? En el caso de que sobrevivan como no cotizadas, ¿se mantienen o no bajo el mismo tipo de control (familiar, no familiar)? Para contestar dichas preguntas se ha llevado a cabo un seguimiento de las compañías que dejaron de cotizar en la Bolsa, así como de aquellas compañías que sufrieron transformaciones.

El cuadro n.º 3 presenta la evolución de aquellas empresas que han dejado de coti-

Cuadro n.º 2

Evolución por sectores de las empresas familiares y no familiares cotizadas en 1990. (1990-2005)

Sector	Grupo Control	Evolución período 1990-2005																	
		Empresas cotizadas Año 1990 (inicial)		Empresas cotizadas Año 2005 (final)		Cotizan				No cotizan		Sufren transformaciones							
		núm.	%	núm.	%	Evolución grupo control		OPA / No mínimos	Absorbidas	Fusionadas	Liquidadas								
		núm.	%	núm.	%	Fam.	No fam.					núm.	%	núm.	%	núm.	%		
Alimentación, bebidas y tabaco	Fam.	12	46	4	44	4	33	3	25	5	42	-	-	-	-	-	-	-	
	No Fam.	14	54	5	56	-	-	2	14	9	65	1	7	2	14	-	-	-	
	Total	26	12	9	11	4	15	5	19	14	54	1	4	2	8	-	-	-	
Aparcamientos y autopistas	Fam.	1	9	2	33	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	No Fam.	10	91	4	67	1	10	4	40	-	-	4	40	1	10	-	-	-	
	Total	11	5	6	7	2	19	4	36	-	-	4	36	1	9	-	-	-	
Automóvil/Otro material de transporte	Fam.	1	17	-	-	-	-	-	-	1	100	-	-	-	-	-	-	-	
	No Fam.	5	83	-	-	-	-	-	-	5	100	-	-	-	-	-	-	-	
	Total	6	3	-	-	-	-	-	-	6	100	-	-	-	-	-	-	-	
Cementos/Vidrios	Fam.	6	32	5	100	3	50	-	-	3	50	-	-	-	-	-	-	-	
	No Fam.	13	68	-	-	2	15	-	-	10	77	1	8	-	-	-	-	-	
	Total	19	9	5	6	5	26	-	-	13	69	1	5	-	-	-	-	-	
Comercio y otros servicios	Fam.	7	41	1	25	1	14	-	-	6	86	-	-	-	-	-	-	-	
	No Fam.	10	59	3	75	-	-	3	30	6	60	1	10	-	-	-	-	-	
	Total	17	8	4	5	1	6	3	18	12	70	1	6	-	-	-	-	-	
Construcción	Fam.	3	21	7	77	2	67	-	-	1	33	-	-	-	-	-	-	-	
	No Fam.	11	79	2	23	5	46	2	18	1	9	1	9	2	18	-	-	-	
	Total	14	7	9	11	7	50	2	14	2	14	1	7	2	14	-	-	-	
Fabricación y transformación de bienes equipo y metales	Fam.	5	29	1	17	1	20	1	20	3	60	-	-	-	-	-	-	-	
	No Fam.	12	71	5	83	-	-	4	33	5	42	2	17	-	-	-	-	-	
	Total	17	8	6	7	1	6	5	29	8	47	2	12	-	-	1	6	-	

.../...

Cuadro n.º 2 (continuación)
Evolución por sectores de las empresas familiares y no familiares cotizadas en 1990. (1990-2005)

Sector	Grupo Control	Evolución período 1990-2005															
		Empresas cotizadas Año 1990 (inicial)		Empresas cotizadas Año 2005 (final)		Cotizan			No cotizan			Sufren transformaciones					
		núm.	%	núm.	%	Evolución grupo control		OPA / No mínimos		Absorbidas		Fusionadas		Liquidadas			
						Fam.	No fam.	núm.	%	núm.	%	núm.	%	núm.	%		
Inmobiliario	Fam.	13	32	12	67	5	38	-	-	6	46	1	8	-	-	1	8
	No Fam.	27	68	6	33	7	26	6	22	8	30	4	15	2	7	-	-
	Total	40	19	18	22	12	30	6	15	14	35	5	13	2	5	1	2
Madera/Química	Fam.	2	15	2	50	-	-	-	-	2	100	-	-	-	-	-	-
	No Fam.	11	85	2	50	2	18	2	18	6	55	1	9	-	-	-	-
	Total	13	6	4	5	2	15	2	15	8	62	1	8	-	-	-	-
Metálicas básicas	Fam.	3	27	1	25	-	-	-	-	3	100	-	-	-	-	-	-
	No Fam.	8	73	3	75	1	12	3	38	3	38	1	12	-	-	-	-
	Total	11	5	4	5	1	9	3	27	6	55	1	9	-	-	-	-
Nuevas Tecnologías	Fam.	1	17	1	17	1	100	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	No Fam.	5	83	5	83	-	-	5	100	-	-	-	-	-	-	-	-
	Total	6	3	6	7	1	17	5	83	-	-	-	-	-	-	-	-
Papel y artes gráficas	Fam.	4	29	2	50	1	25	-	-	2	50	1	25	-	-	-	-
	No Fam.	10	71	2	50	1	10	2	20	5	50	1	10	-	-	1	10
	Total	14	7	4	5	2	14	2	14	7	50	2	14	-	-	1	8
Textil/Vestido/Calzado/Otros bienes consumo	Fam.	6	60	4	67	4	67	-	-	2	33	-	-	-	-	-	-
	No Fam.	4	40	2	33	-	-	2	50	1	25	-	-	-	-	1	25
	Total	10	5	6	7	4	40	2	20	3	30	-	-	-	-	1	10
Transportes y comunicaciones	Fam.	4	57	2	100	2	50	-	-	2	50	-	-	-	-	-	-
	No Fam.	3	43	-	-	-	-	-	-	3	100	-	-	-	-	-	-
	Total	7	3	2	2	2	29	-	-	5	71	-	-	-	-	-	-

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro n.º 3

Análisis sectorial de la supervivencia de las empresas familiares y no familiares que dejan de cotizar en el mercado. 1990-2005

Sector	Tipo	Empresas cotizadas Año 1990		Desaparecen				Dejan de cotizar 1990-2005					
		núm.	%	Familiarios		No familiares		Siguen con la actividad					
				núm.	%	núm.	%	núm.	%	núm.	%		
Alimentación, bebidas y tabaco	Fam.	12	8	4	33	-	-	4	-	4	33	4	33
	No Fam.	14	36	2	14	5	36	5	36	7	50	7	50
	Total	26	23	6	23	5	19	11	19	11	42	11	42
Aparcamientos y autopistas	Fam.	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	No Fam.	10	-	1	10	4	40	4	40	5	50	5	50
	Total	11	-	1	9	4	36	5	45	5	45	5	45
Automóvil/Otro material de transporte	Fam.	1	-	-	-	-	-	1	100	1	100	1	100
	No Fam.	5	20	-	-	4	80	4	80	4	80	4	80
	Total	6	17	1	-	5	83	5	83	5	83	5	83
Cementos/Vidrios	Fam.	6	-	2	33	1	17	3	50	3	50	3	50
	No Fam.	13	38	-	-	6	46	6	46	6	46	6	46
	Total	19	26	2	11	7	37	9	47	9	47	9	47
Comercio y otros servicios	Fam.	7	-	5	71	1	14	6	86	6	86	6	86
	No Fam.	10	30	2	20	2	20	4	40	4	40	4	40
	Total	17	18	7	41	3	18	10	59	10	59	10	59
Construcción	Fam.	3	-	1	33	-	-	1	33	1	33	1	33
	No Fam.	11	9	3	27	-	-	3	27	3	27	3	27
	Total	14	7	4	29	-	-	4	29	4	29	4	29
Fabricación y transformación de bienes equipo y metales	Fam.	5	20	2	40	-	-	2	40	2	40	2	40
	No Fam.	12	25	2	17	3	25	3	25	5	42	5	42
	Total	17	24	4	24	3	18	7	41	7	41	7	41

.../...

Cuadro n.º 3 (continuación)

Análisis sectorial de la supervivencia de las empresas familiares y no familiares que dejan de cotizar en el mercado. 1990-2005

Sector	Tipo	Empresas cotizadas Año 1990		Dejan de cotizar 1990-2005							
		núm.	%	Desaparecen		Siguen con la actividad					
				núm.	%	Familiares		No familiares		Total	
				núm.	%	núm.	%	núm.	%	núm.	%
Inmobiliario	Fam.	13	31	4	31	3	23	1	8	4	31
	No Fam.	27	19	5	19	3	11	6	22	9	33
	Total	40	23	9	23	6	15	18	7	18	13
Madera/Química	Fam.	2	-	-	-	2	100	-	-	2	100
	No Fam.	11	18	2	18	1	9	4	36	5	45
	Total	13	15	2	15	3	23	4	31	7	54
Metálicas básicas	Fam.	3	-	-	-	3	100	-	-	3	100
	No Fam.	8	13	1	13	1	13	2	25	3	38
	Total	11	9	1	9	4	36	2	18	6	55
Nuevas Tecnologías	Fam.	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	No Fam.	5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Total	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Papel y artes gráficas	Fam.	4	-	-	-	1	25	2	50	3	75
	No Fam.	10	30	3	30	1	10	3	30	4	40
	Total	14	21	3	21	2	14	5	36	7	50
Textil/Vestido/Calzado/Otros bienes consumo	Fam.	6	-	-	-	2	33	-	-	2	33
	No Fam.	4	25	1	25	-	-	1	25	1	25
	Total	10	10	1	10	2	20	1	10	3	30
Transportes y comunicaciones	Fam.	4	25	1	25	1	25	-	-	1	25
	No Fam.	3	-	-	-	1	33	2	67	3	100
	Total	7	14	1	14	2	29	2	29	4	57
TOTAL	Fam.	68	10	7	10	26	38	6	9	32	47
	No Fam.	143	21	30	21	17	12	42	29	59	41
	Total	211	17	37	17	43	20	48	23	81	38

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro n.º 4

Supervivencia de las empresas familiares y no familiares en el período 1990-2005

		Fam.		No fam.		Total	
		núm.	%	núm.	%	núm.	%
Año 90		68	32,23	143	67,77	211	100,00
En año 2005:							
Cotizan	Fam.	25	36,76	19	13,28	44	53,01
	No Fam.	4	5,88	35	24,47	39	46,98
	Total	29	42,65	54	37,76	83	39,33
Dejan cotizar	Fam.	26	38,24	17	11,89	43	33,59
	No Fam.	6	8,82	42	29,37	48	37,50
	Desaparecen	7	10,29	30	20,98	37	28,91
	Total	39	57,35	89	62,24	128	60,66
Sobreviven (coticen o no)	Fam	51	75,00	36	25,17	87	50,00
	No Fam.	10	14,71	77	53,84	87	50,00
	Total	61	89,71	113	79,02	174	82,46
	Desaparecen	7	10,29	30	20,98	37	17,54

Fuente: Elaboración propia.

zar durante el período 1990-2005. El primer hecho destacable es la mayor tasa de liquidación de las empresas no familiares, la cual duplica a las empresas familiares (un 21% para las primeras frente a un 10% por ciento para las segundas). Por sectores, en 10 de los 14 sectores analizados el porcentaje de empresas bajo control no familiar liquidadas supera al porcentaje de familiares liquidadas (tan sólo en 2 sectores se da la relación inversa). Los sectores con mayores tasas de desaparición de empresas son: «Cementos/Vidrios» (26%), «Fabricación y transformación de bienes de equipo y metales» (24%), «Alimentación, bebidas y tabaco» (23%) e «Inmobiliario» (23%). En todos ellos (excepto «Inmobiliario»), han

desaparecido un mayor porcentaje de empresas no familiares que familiares.

Con respecto al grado de supervivencia de las empresas que han dejado de cotizar en bolsa, las compañías bajo control familiar obtienen unos mejores resultados, sobreviviendo el 38% de ellas como empresas familiares y pasando un 9% a estar controladas por accionistas no familiares. Por su parte, las empresas no familiares tienen una menor tasa de supervivencia: el 29% sobreviven como empresas no familiares y un 12% sobreviven pero pasando a estar controladas por familias. Se incrementa la presencia de empresas bajo control familiar, al igual que ocurría con las empresas cotiza-

das. Concretamente, en 8 de los 14 sectores analizados las tasas de supervivencia fuera del mercado de valores son superiores para las organizaciones familiares, siendo inferior en 5. Las mayores tasas de supervivencia aparecen en los sectores «Automóvil/Otro material de transporte» (83%), «Comercio y otros servicios» (59%) y «Transportes y comunicaciones» (57%).

Para concluir este apartado, el cuadro n.º 4 resume la supervivencia de las empresas de la muestra inicial, bien sobrevivan como cotizadas, bien sobrevivan fuera del mercado de valores.

En primer lugar, el cuadro revela una mayor tasa de supervivencia de las empresas familiares, dado que un 89,71% de las empresas de la muestra permanecen activas. De ellas un 75% siguen estando controladas por familias, y en un 14% de los casos otros agentes no familiares se han hecho con la propiedad y control de las compañías. Las empresas no familiares tienen una tasa de supervivencia considerablemente menor (alrededor de un 79% de empresas sobreviven), manteniendo un 53% el carácter de organización no familiar, y pasando un 25% a estar controladas por familias. Con respecto a la permanencia en el mercado de valores, nuevamente las empresas familiares logran un mejor resultado (un 43% de ella permanecen cotizando frente a un 37% de no familiares). Es importante resaltar que de las 29 empresas consideradas familiares en el año 90 y que permanecen en la Bolsa durante el período, 4 cotizan en el año 2005 como no familiares. Sin embargo, de las 54 empresas no familiares del año 90, 19 siguen cotizando en el año 2005 ahora bajo control familiar. Se incrementan las inversiones por parte de grupos familiares en la Bolsa, adquiriendo la propiedad y control de organizaciones no familiares. Este

hecho se produce en menor medida en aquellas empresas que sobreviven fuera de los mercados de valores.

3. CRECIMIENTO Y GRADO DE DIVERSIFICACIÓN

Dentro de las decisiones estratégicas a tomar en la empresa surgen las relacionadas con el crecimiento de la organización, y más concretamente las relacionadas con el grado de diversificación. Tradicionalmente la diversificación puede explicarse desde la teoría de agencia (los agentes diversificarán siempre que los beneficios de diversificar excedan los costes por ellos asumidos), la teoría de los recursos (las empresas diversificarán si poseen recursos y capacidades transferibles entre negocios) y como una fuente de incrementar el poder en el mercado⁴. Posteriormente, la literatura ha seguido varias líneas de investigación con respecto al grado de diversificación, tratando de averiguar como ésta evoluciona a lo largo del tiempo, qué métodos existen para poder cuantificar la diversificación y el más tratado, cómo ésta influye en la creación de valor para el accionista (Martin y Sayrak, 2003).

A la hora de relacionar la creación de valor con la diversificación, se ha de tener presente que la diversificación supone para la empresa tanto beneficios como costes. Los principales aspectos positivos a señalar son el aprovechamiento de las economías de escala y alcance (Chandler, 1977), la mayor eficiencia en la redistribución de los recursos en los mercados internos de capitales (Williamson, 1985; Stein, 1997), la mayor capacidad de endeudamiento (Shleifer y Vishny, 1992), el incremento de las habilidades organizacionales para corregir los

⁴ Ver Montgomery (1994).

fallos de mercado (Khanna y Palepu, 1999), el aprovechamiento de activos específicos en otros mercados (Bodnar, Tang y Weintrop, 1997) y la consecución de mayor productividad (Schoar, 1999).

Por otro lado, los principales costes para la organización empresarial son la ineficiente localización de capitales entre las divisiones de las empresas diversificadas (Stulz, 1990; Lamont, 1997, Rajan, Servaes y Zingales, 2000), el incremento de las asimetrías de información entre la dirección central y las direcciones de las divisiones (Harris, Kriebel y Raviv, 1982), y el incremento de los costes de agencia derivados del comportamiento de los directivos, buscando un incremento de su riqueza personal y eligiendo proyectos de inversión que destruyen riqueza para el accionista (Jensen, 1986; Denis, Denis y Sarin, 1997; Scharfstein y Stein, 2000).

Por todo lo anterior se deduce la ausencia de unanimidad sobre si la diversificación destruye o crea valor para el accionista⁵, pudiendo ser la decisión de diversificar, endógena al sector donde realice sus operaciones (Campa y Kedia, 2002), y teniendo presente la influencia de los datos y el método en los resultados obtenidos en las investigaciones (Gomes y Lividan, 2004; Villalonga, 2004).

Con respecto al análisis de la diversificación, se ha de distinguir el tipo de diversificación, dado que cada uno de ellos presenta unas características diferentes. De este modo se pueden encontrar empresas concentradas en un único negocio⁶, empresas diversificadas de modo concéntrico (negocios relacionados) y empresas diversificadas

de modo conglomerado (negocios no relacionados)⁷. Aaker (1987) demuestra que la diversificación relacionada permite a las empresas lograr una reducción de costes, mejorar las habilidades de comercialización, conseguir el aprovechamiento de la marca comercial y mejorar las actividades de investigación y desarrollo⁸. La diversificación relacionada también permite aprovechar el exceso de capacidad de recursos tanto tangibles como intangibles, tales como el conocimiento del equipo directivo (Penrose 1962), aprovechamiento de las economías de escala y alcance (Comment y Jarrel, 1995), mayor desarrollo de la curva de aprendizaje y la difusión de tecnologías de procesos y productos (Barney, 1997), lo cual permite lograr unos mejores resultados (Palich, Cardinal y Miller, 2000). Hill y Snell (1989) relacionan la productividad con las estrategias de diversificación, señalando la existencia de una relación negativa entre productividad y diversificación no relacionada⁹.

La relación entre estructura de propiedad y diversificación tiene su origen en la teoría de agencia, la cual sugiere que diferentes niveles de control de la propiedad origina diferentes tasas de crecimiento. Las compañías controladas por directivos optarán por mayores tasas de crecimiento vía diversificación con el objetivo de disminuir riesgos, garantizando su permanencia en la empresa (Amihud y Lev, 1981). Por otro lado, cuanto mayor sea la dispersión de la

⁷ Ver Rumelt (1974).

⁸ Sin embargo, como principales problemas a tener en cuenta se encuentran: el incremento en los costes de coordinación de la organización, el compromiso entre las diferentes áreas o unidades de negocio de la empresa y los denominados costes de inflexibilidad (Porter 1987).

⁹ Dicha estrategia se fundamenta en maximizar el tamaño de la organización, incrementándose el poder por parte del directivo para mejorar su estatus y su posición social (Aoki, 1984).

⁵ Ver Martin y Sayrak (2003).

⁶ En la literatura de los últimos años se comparan principalmente las organizaciones concentradas con las organizaciones diversificadas, sin señalar si esta diversificación es relacionada o no relacionada.

propiedad, mayor será la discrecionalidad de los directivos para maximizar su función de utilidad, la cual no tiene por qué coincidir con la elección correspondiente a los accionistas de maximizar el valor del mercado de las acciones (Marris, 1964; Aoki, 1984). A medida que aumenta el grado de concentración de la propiedad en manos del accionariado, menor será la discrecionalidad de los directivos para alejarse del objetivo de maximizar el valor de las acciones (Fama y Jensen, 1983; Jensen, 1989). Kang (1998) señala que atendiendo a la naturaleza del accionista principal, las empresas familiares, caracterizadas por un elevado grado de concentración de la propiedad en manos de la familia, decidirán invertir en aquellos negocios que permitan incrementar el valor y eficiencia de la compañía, obteniendo así un grado de diversificación inferior al de organizaciones con la propiedad más dispersa. Además, la concentración de la propiedad implica un mayor riesgo financiero y un mayor coste de capital (Demsetz y Lehn, 1985), lo cual puede inducir a los grupos familiares a ser más precavidos a la hora de hacer nuevas inversiones (Gallo y Vilaseca, 1996), optando por tanto por menores niveles de diversificación. Es de esperar que las empresas bajo control familiar posea un menor grado de diversificación que el resto de compañías.

Con respecto a la medición de la diversificación existen diversos métodos, cada uno con sus ventajas e inconvenientes. En primer lugar se encuentran los métodos basados en la clasificación SIC¹⁰ (CNAE 93 Rev.1 para el caso español¹¹). Éstos desta-

can por su sencillez y facilidad de manejo, dado que permiten analizar la diversificación corporativa según la coincidencia o no de los primeros dígitos de las distintas actividades realizadas por las empresas. Sin embargo, resulta difícil diferenciar entre diversificación relacionada y no relacionada, además de existir cierta subjetividad a la hora de escoger el número de dígitos que diferencian entre actividades diversificadas¹². En segundo lugar aparece el establecimiento de categorías de Rumelt (1974), que permite distinguir entre los distintos tipos de diversificación, aunque posee una gran subjetividad. Finalmente se emplea la medida de la entropía planteada por Jacquemin y Berry (1979) y usada por Palepu (1985) que permite distinguir entre la diversificación relacionada y no relacionada, además de ponderar la importancia de las distintas actividades; sin embargo es muy difícil obtener la información necesaria para estimar dicho índice.

Revisados los distintos métodos de medición de la diversificación, se plantea la cuestión referente a cuál debe de ser la unidad de análisis a la hora de estudiar el grado de diversificación: la empresa o el grupo de sociedades que pueda encontrarse tras la empresa cabecera. Para dar respuesta a la cuestión resulta necesario aludir al concepto de grupo¹³.

económica ejercida. Es una adaptación de las NACE (*Statistical Classification of Economic Activities in the European Community*), código de clasificación de sociedades a nivel europeo.

¹² Mediante la clasificación SIC, las actividades quedan representadas mediante cuatro dígitos. El investigador puede considerar la existencia de diversificación cuando no coincidan los dos o tres primeros dígitos, e incluso la totalidad de ellos.

¹³ Smangs (2006) señala la no existencia de unanimidad a la hora de definir el concepto de grupo de sociedades, dependiendo en gran medida del tipo de investigación y lugar de estudio.

¹⁰ Establecido un número N de diferentes tipos de negocios, se podrían usar índices como los planteados por Gort (1962) y Montgomery (1979).

¹¹ El CNAE 93 es un código de Clasificación Nacional de Actividades Económicas que permite identificar y clasificar las diferentes sociedades según la actividad

La doctrina jurídica considera unánimemente que un grupo es un agregado empresarial integrado por diversos sujetos de Derecho (normalmente sociedades) que, sin perjuicio de su personalidad jurídica propia, quedan sometidos en su actuación en el mercado a una dirección económica unificada, ejercida por la entidad cabecera del grupo. La clave esencial del grupo es la dirección económica unificada y en él ejercida y a la que se someten sus miembros. En nuestro caso, siguiendo el Plan General Contable Español del 2007, se define grupo: «cuando una sociedad ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de otra u otras»¹⁴.

El análisis del grado de diversificación del grupo de sociedades puede resultar más adecuado que centrarse exclusivamente en la empresa cabecera del grupo. En primer lugar, los principales accionistas toman decisiones sobre sus empresas, no considerándolas individualmente, sino valorando las consecuencias que inciden sobre el resto del grupo. Por lo tanto, estudiar únicamente la principal empresa del grupo no tiene en cuenta lo ocurrido con el resto de sociedades dependientes y cómo éstas pueden haber sido afectadas en su grado de diversificación por las decisiones tomadas por la empresa cabecera del grupo.

¹⁴ El Plan General Contable Español del 2007 señala que se produce la existencia de control: «cuando una sociedad (dominante) se encuentre en relación con otra (dependiente) en alguna de las siguientes situaciones: (a) posea la mayoría de los derechos de voto, (b) tenga la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración, (c) pueda disponer de la mayoría de los derechos de voto o (d) haya designado con sus votos a la mayoría de los miembros del órgano de administración, que desempeñen su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores [salvo que la entidad esté vinculada a otra en los términos descritos en (a) o (b)]».

Entre las razones que conducen a las empresas a diversificar se encuentran: la consecución de economías de escala y alcance (Chandler, 1977) y una asignación más eficiente de sus recursos (Williamson, 1985), lo que origina que las empresas opten por la adquisición y participación en otras empresas (crecimiento externo). Considerar la totalidad del grupo ofrece una visión más amplia y precisa de todas las actividades realizadas en él, observándose en qué mercados se realizan actividades y cómo se emplean los recursos. Al contrario, estudiar sólo la entidad cabecera supone una visión más restringida de las actividades realizadas, no teniendo en cuenta la totalidad de mercados donde se opera, sobre todo si nos encontramos con sociedades *holding* cuya principal y única actividad es gestionar la totalidad del grupo. Por todo lo comentado, en el presente trabajo, al igual que Ghemawat y Khana (1998) y Guillen (2000) se analizará el grado de diversificación tomando como referencia al grupo de sociedades (empresa cotizada y sus dependientes) en lugar de la empresa cabecera.

3.1. **Tamaño y crecimiento de las empresas familiares y no familiares cotizadas para el período 1990-2005**

Previo al estudio de la diversificación, resulta de interés analizar el tamaño y las tasas de crecimiento medio de aquellas compañías que consiguen mantenerse en el mercado bursátil durante los 15 años (un total de 83 empresas), comprobando si existen diferencias o no entre las empresas familiares y no familiares.

El cuadro n.º 5 muestra a nivel sectorial el tamaño medio (expresado en términos de activo total e importe de la cifra de negocios) y la tasa de crecimiento de las empre-

Cuadro n.º 5
**Tamaño medio y tasas de crecimiento de las empresas cotizadas supervivientes
 para los años 1990 y 2005 por sectores**
 (en miles de euros)

Sector	N.º empresas	Activo total 1990	Activo total 2005	Tasa cto. 90-05 (%)	Importe cifra negocios 1990	Importe cifra negocios 2005	Tasa cto. 90-05 (%)
Alimentación, bebidas y tabaco	9	196.580	902.778	359	427.402	375.568	-12
Aparcamientos y autopistas	6	588.094	1.677.339	212	50.563	47.333	-6
Cementos/Vidrios	5	139.695	492.964	253	73.867	148.449	101
Comercio y otros servicios	4	632.478	1.026.580	62	874.539	1.171.369	34
Construcción	9	375.203	2.328.422	521	317.357	359.036	13
Fabricación y transformación de bienes equipo y metales	6	121.830	275.941	126	87.905	279.611	218
Inmobiliario	18	82.623	815.621	887	12.120	118.194	875
Madera/Química	4	336.050	198.384	-41	65.386	41.139	-37
Metálicas básicas	4	192.078	557.632	190	133.857	419.754	214
Nuevas tecnologías	6	93.389	361.852	287	43.931	176.897	303
Papel y artes gráficas	4	122.234	244.693	100	74.406	145.915	96
Textil/Vestido/Calzado/Otros bienes consumo	6	57.530	128.158	123	46.871	58.480	25
Transportes y comunicaciones	2	31.731	37.805	19	2.768	5.537	100
TOTAL	83	209.538	832.184	297	170.075	240.709	42

Fuente: Elaboración propia.

sas que permanecen en la Bolsa durante los 15 años. Tanto para el año 1990 como para el 2005 las empresas con un mayor tamaño medio se concentran en los sectores: «Comercio y otros servicios», «Aparcamientos y autopistas» y «Construcción». En el año 1990 el sector «Madera/Química» tenía un elevado tamaño medio, el cual se reduce de forma drástica para el año 2005. Por su parte, el sector «Inmobiliario» experimenta un muy elevado crecimiento en su tamaño medio. Del cuadro se desprende que el comportamiento de las variables de tamaño difiere de forma notable en el período: si para el activo total la tasa de crecimiento del período es del 297%, ésta es mucho menor para el importe de la cifra de negocios, cuya tasa alcanza el 42%.

Con respecto a la variable tasa de crecimiento (crecimiento de las empresas) en conjunto los sectores «Inmobiliario» y «Nuevas Tecnologías» experimentan las tasas más elevadas para ambas variables (activo medio total e importe de cifra de negocios media), sobre todo el sector «Inmobiliario» con unos niveles superiores al 800%, siendo este sector junto con el de «Nuevas tecnologías» los sectores más dinámicos durante los últimos 15 años. Por otro lado, el sector «Madera/Química» es el único que obtiene tasas negativas de crecimiento para el período analizado. El resto de sectores obtienen unas tasas de crecimiento más moderadas, excepto los sectores «Alimentación, bebidas y tabaco» y «Aparcamientos y autopistas» donde el crecimiento de activos no se acompaña con un incremento de cifra de negocios, aunque en gran medida es debido a los procesos de segregación y fusión dados en algunas de las compañías supervivientes¹⁵.

Tan interesante como el análisis sectorial de la tasa de crecimiento por el período, es el análisis de este crecimiento según el principal accionista de la empresa, bien sea una familia u otro grupo de control. Dicha información está disponible en el cuadro n.º 6. El primer hecho significativo es el mayor tamaño de las empresas no familiares con respecto a las empresas familiares. Tanto en el año 1990 como en el año 2005, las organizaciones familiares poseen un menor volumen de activos y una menor cifra de negocios. Ahora bien, dicha diferencia se ve reducida en el 2005, teniendo presente que en dicho año el número de empresas familiares supera al de no familiares, hecho divergente de la situación inicial (año 1990) donde 29 empresas se consideraban familiares y 54 no familiares.

En el año 1990, en 10 de los 13 sectores existentes, las compañías familiares poseen un menor tamaño tanto en el activo total como en el importe de la cifra de negocios con respecto a las no familiares. En los 3 sectores restantes no se puede realizar dicha comparativa al sobrevivir exclusivamente para el período, o bien empresas bajo control familiar, o bien compañías no familiares. En el año 2005, en 8 de los sectores analizados las compañías no familiares poseen un mayor tamaño que familiares. Tan sólo en el sector «Construcción» las empresas bajo control familiar poseen un mayor tamaño que las no familiares (probablemente debido a la variación del principal grupo de control en las compañías de mayor tamaño: en 1990 de las 9 empresas que permanecen en Bolsa en el período, únicamente 2 eran familiares; sin embargo en el año 2005 tan sólo 2 se consideran no fami-

¹⁵ En el sector «Alimentación, bebidas y tabaco» se debe principalmente a la disminución la cifra de negocios tanto por parte de Tabacalera (en 1999 segrega

su área de distribución) y Natra. En el sector «Aparcamientos y autopistas» se debe al proceso de concentración de Abertis con Acesa.

Cuadro n.º 6
Tamaño medio en 1990 y en 2005 de las empresas familiares y no familiares cotizadas que sobreviven
los 15 años de estudio (1990-2005) por sectores
(en miles de euros)

Sector	1990			2005		
	N.º empresas	Activo total	Importe cifra negocios	N.º empresas	Activo total	Importe cifra negocios
Alimentación, bebidas y tabaco	Fam.	72.659	71.628	4	369.337	309.769
	No Fam.	630.305	1.672.614	5	1.329.532	428.208
Aparcamientos y autopistas	Fam.	1.406	258	2	261.680	35.296
	No Fam.	645.431	60.624	4	2.385.168	53.351
Cementos/Vidrios	Fam.	110.059	45.441	5	492.964	148.449
	No Fam.	184.150	116.506	-	-	-
Comercio y otros servicios	Fam.	104.414	58.076	1	591.652	595.677
	No Fam.	808.499	1.146.693	3	1.171.556	1.363.266
Construcción	Fam.	85.254	101.614	7	2.652.370	446.054
	No Fam.	458.046	378.998	2	1.194.603	54.474
Fabricación y transformación de bienes equipo y metales	Fam.	29.246	15.831	1	46.546	40.295
	No Fam.	168.123	123.942	5	321.819	327.474
Inmobiliario	Fam.	53.779	4.271	12	740.011	73.479
	No Fam.	94.641	15.391	6	966.841	207.624
Madera/Química	Fam.	-	-	2	203.324	23.189
	No Fam.	4	336.050	2	193.443	59.089

.../...

Cuadro n.º 6 (continuación)
Tamaño medio en 1990 y en 2005 de las empresas familiares y no familiares cotizadas que sobreviven
los 15 años de estudio (1990-2005) por sectores
(en miles de euros)

Sector	1990			2005		
	N.º empresas	Activo total	Importe cifra negocios	N.º empresas	Activo total	Importe cifra negocios
Metálicas básicas	Fam.	-	-	1	15.519	6.076
	No Fam.	4	192.078	3	738.336	557.647
Nuevas Tecnologías	Fam.	1	49.421	1	393.722	471
	No Fam.	5	102.183	5	355.478	212.183
Papel y artes graficas	Fam.	1	10.908	2	72.644	6.537
	No Fam.	3	159.342	2	416.743	285.293
Textil/Vestido/Calzado/Otros bienes consumo	Fam.	4	27.564	4	37.353	16.678
	No Fam.	2	117.462	2	309.767	142.085
Transportes y comunicaciones	Fam.	2	31.731	2	37.805	5.537
	No Fam.	-	-	-	-	-
TOTAL	Fam.	29	57.812	44	766.742	155.359
	No Fam.	54	294.952	39	906.017	337.002

Fuente: Elaboración propia.

liares de un total de 9 empresas). En el resto de sectores no se puede realizar una comparativa al encontrarse únicamente organizaciones familiares o existir divergencia de criterios (en los sectores «Nuevas Tecnologías» y «Madera/Química» las organizaciones bajo grupo de control familiar poseen un mayor tamaño medio medido en activo total y menor tamaño medio medido como importe de la cifra de negocios).

Resumiendo, la evidencia empírica confirma que la propiedad familiar va asociada con una fuerte preferencia por el control familiar de los activos de la empresa y por garantizar la supervivencia de la empresa a largo plazo en manos de la familia. La preferencia por el control introduce una restricción al tamaño de la empresa: el total de capital invertido no puede ir más allá de una cuantía que asegure el control familiar.

3.2. **Grado de diversificación de los grupos familiares y no familiares de sociedades**

El presente apartado analiza el grado de diversificación de los grupos familiares y no familiares cuyas empresas cabeceras cotizadas han sobrevivido durante el período (1990-2005). Por grupo, y teniendo en cuenta el Plan General Contable del 2007, se considera tanto la empresa cabecera como todas sus sociedades dependientes.

Hallada la naturaleza del principal accionista de la empresa cotizada (cabecera del grupo), se estudia la diversificación identificando la totalidad de actividades del grupo (empresa cotizada y sociedades dependientes). Para definir los grupos familiares y no familiares e identificar sus actividades se han empleado como fuentes de información tanto las memorias de las empresas

suministradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, como la base de datos SABI (INFORMA). El estudio se ha realizado para el año 2005.

Destacar en primer lugar la presencia de abundantes grupos familiares piramidales (cadenas de empresas donde la familia controla directamente una empresa, la cual a su vez controla otra empresa, y así sucesivamente), hecho que justifica en mayor medida el análisis de la diversificación desde el punto de vista de los grupo de sociedades tal como vimos en el apartado 3.

A la hora de analizar el grado de diversificación, se ha utilizado la clasificación CNAE 93 Rev.1, elaborada según las condiciones recogidas en el Reglamento de implantación de la NACE Rev. 1.1. Esta clasificación permite medir el grado de diversificación distinguiendo varios niveles: mediante la primera letra se establece el número de secciones diferentes, mediante los dos primeros dígitos el número de divisiones, mediante los tres primeros dígitos el número de grupos de actividades y mediante los 4 dígitos el número total de actividades. De este modo para la totalidad de grupos se han identificado las actividades realizadas a partir de las memorias presentadas por las empresas en la CMNV y se han clasificado según el código CNAE 93 Rev.1. distinguiendo entre divisiones, grupos de actividades y total de actividades; ello nos permite una visión más precisa del grado de diversificación.

Con la finalidad de observar si existen diferencias en el grado de diversificación entre los grupos familiares y no familiares en el año 2005 se ha elaborado el cuadro n.º 7. Los grupos son clasificados sectorialmente atendiendo a la actividad principal de la empresa cabecera cotizada del grupo.

Cuadro n.º 7

Grado de diversificación de los grupos familiares y no familiares de sociedades en el año 2005 atendiendo al sector al que pertenece la sociedad cabecera del grupo

Sector	Grupo Control	N.º Grupos	CNAE 93 (1 Dígito)		CNAE 93 (2 Dígitos)		CNAE 93(3 Dígitos)		Total actividades	
			Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana
Alimentación, bebidas y tabaco	Fam.	4	3,75	3,50	4,00	3,50	6,00	5,00	10,00	7,50
	No Fam.	5	4,00	5,00	5,20	5,00	7,60	6,00	9,80	8,00
Aparcamientos y autopistas	Fam.	2	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,50	2,50
	No Fam.	4	2,50	2,00	3,50	2,00	3,75	2,00	4,50	2,00
Cementos/Vidrios	Fam.	3	2,67	3,00	3,33	4,00	4,67	5,00	6,67	8,00
	No Fam.	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Comercio y otros servicios	Fam.	1	4,00	4,00	4,00	4,00	7,00	7,00	7,00	7,00
	No Fam.	3	1,67	1,00	2,33	1,00	4,67	3,00	4,67	3,00
Construcción	Fam.	7	8,00	8,00	17,00	14,00	28,57	19,00	39,57	29,00
	No Fam.	2	6,50	6,50	12,00	12,00	17,50	17,50	22,00	22,00
Fabricación y transformación de bienes equipo y metales	Fam.	1	4,00	4,00	7,00	7,00	8,00	8,00	13,00	13,00
	No Fam.	5	3,40	3,00	5,40	5,00	7,60	7,00	8,40	7,00
Inmobiliario	Fam.	9	2,89	2,00	3,67	4,00	4,89	5,00	5,33	5,00
	No Fam.	6	2,00	1,50	2,50	2,00	3,00	2,00	3,67	2,50
Madera/Química	Fam.	2	5,50	5,50	7,00	7,00	8,00	8,00	10,00	10,00
	No Fam.	2	4,50	4,50	6,00	6,00	9,00	9,00	13,00	13,00

.../...

Cuadro n.º 7 (continuación)
Grado de diversificación de los grupos familiares y no familiares de sociedades en el año 2005 atendiendo al sector al que pertenece la sociedad cabecera del grupo

Sector	Grupo Control	N.º Grupos	CNAE 93 (1 Dígito)		CNAE 93 (2 Dígitos)		CNAE 93(3 Dígitos)		Total actividades	
			Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana
Metálicas básicas	Fam.	1	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
	No Fam.	3	2,67	2,00	3,00	3,00	3,67	4,00	4,33	4,00
Nuevas Tecnologías	Fam.	1	3,00	3,00	5,00	5,00	9,00	9,00	10,00	10,00
	No Fam.	5	4,40	4,00	6,60	7,00	9,40	9,00	11,40	12,00
Papel y artes graficas	Fam.	2	2,00	2,00	2,50	2,50	4,00	4,00	5,50	5,50
	No Fam.	2	4,00	4,00	4,50	4,50	6,50	6,50	10,00	10,00
Textil/Vestido/Calzado/otros bienes consumo	Fam.	4	2,00	2,00	2,50	2,50	2,50	2,50	3,25	3,50
	No Fam.	2	3,50	3,50	4,00	4,00	6,50	6,50	6,50	6,50
Transportes y comunicaciones	Fam.	2	2,50	2,50	3,50	3,50	4,00	4,00	4,50	4,50
	No Fam.	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total (incluido «Construcción»)	Fam.	39	3,82	3,00	6,03	4,00	9,05	6,00	12,15	7,00
	No Fam.	39	3,36	3,00	4,72	5,00	6,67	6,00	8,15	7,00
Total (no incluido «Construcción»)	Fam.	32	2,91	2,50	3,63	3,50	4,78	4,50	6,16	5,00
	No Fam.	37	3,19	3,00	4,32	4,00	6,08	6,00	7,41	7,00

Fuente: Elaboración propia.

El primer hecho relevante es la existencia del mismo número de grupos familiares y no familiares¹⁶. En términos absolutos, el mayor número de grupos familiares aparece en los sectores «Inmobiliario» (9 grupos) y «Construcción» (7 grupos), teniendo una fuerte presencia también en los sectores «Alimentación, bebidas y tabaco» (4 grupos) y «Cementos/Vidrios» (3 grupos). Por su parte los grupos no familiares se concentran en los sectores «Inmobiliario» (6 grupos), «Fabricación y transformación de bienes de equipo y metales» (5 grupos), «Nuevas Tecnologías» (5 grupos), «Alimentación, bebidas y tabaco» (5 grupos) y «Aparcamientos y Autopistas» (4 grupos).

Al analizar el grado de diversificación para el total de ambos colectivos, en medias se observa como los grupos familiares poseen un mayor grado de diversificación que los grupos no familiares (tanto en divisiones como en grupos y total de actividades). Sin embargo, apenas existen diferencias considerando las medianas. Este resultado en términos totales es consecuencia de la diferencia tan importante existente en el sector «Construcción» para ambos colectivos de grupos. En este sector los grupos familiares tienen un mayor grado de diversificación en todas las medidas utilizadas, siendo especialmente importante las diferencias en el total de actividades, donde los grupos familiares realizan una media de casi 40 actividades por las 22 actividades de los grupos no familiares. Cuando se excluye el sector «Construcción», la diferencia en el grado de diversificación total para ambos colectivos disminuye de for-

ma importante, siendo ligeramente superior el grado de diversificación de los grupos no familiares (realizan una media de 7,41 actividades por 6,16 actividades de los grupos familiares; además la mediana de actividades de los grupos no familiares es de 7, frente a las 5 de los grupos familiares)¹⁷.

A nivel sectorial, el cuadro n.º 7 revela que existe un mayor grado de diversificación para ambos colectivos en los sectores «Construcción» (una media de casi 40 actividades para los grupos familiares y 22 actividades para los grupos no familiares), «Madera/Química» (media de 10 actividades para los grupos familiares y 13 actividades para los grupos no familiares) y «Nuevas Tecnologías» (media de 10 actividades para los grupos familiares y 11,4 actividades para los grupos no familiares), existiendo un mayor grado de concentración de actividades en los sectores «Metálicas básicas» (1 actividad para el grupo familiar y una media de 4 actividades para los grupos no familiares), «Aparcamientos y autopistas» (media de 2,5 actividades para los grupos familiares y casi 4,5 actividades para los grupos no familiares), «Textil/Vestido/Calzado/Otros bienes de consumo» (media de 3,25 actividades para los grupos familiares y 6,5 actividades para los grupos no familiares), «Inmobiliario» (media superior a 5 actividades para los grupos familiares y casi 4 para los grupos no familiares) y «Transportes y comunicaciones» (media de 4,5 actividades para los grupos familiares).

Al analizar el total de actividades, tanto en medias como en medianas, se observa que

¹⁶ En las 44 empresas familiares cotizadas supervivientes se han identificado 39 grupos familiares distintos. Únicamente dos grupos de control familiares poseen más de una empresa cotizada, estando el resto de grupos familiares representados tan sólo por una empresa cotizada.

¹⁷ Se debe señalar que para el período 1990-2005 existe un fuerte incremento de la presencia de las familias en el sector «Construcción». Tal como se puede observar en el cuadro n.º 2, cinco compañías consideradas como no familiares en el año 1990 pasan a estar controladas por familias en el año 2005.

en cuatro de los trece sectores analizados los grupos familiares poseen un mayor grado de diversificación que los grupos no familiares («Comercio y otros servicios», «Construcción», «Fabricación y transformación de bienes de equipo y metales» e «Inmobiliario»). Del mismo modo, en cinco de los trece sectores los grupos no familiares realizan un mayor número de actividades, siendo las diferencias más acusadas en los sectores «Papel y artes gráficas» y «Textil/Vestidos/Calzado/otros bienes de consumo». En los sectores «Alimentación, bebidas y tabaco» y «Aparcamientos y autopistas» no existe coincidencia de criterios (en el sector «Alimentación, bebidas y tabaco» los grupos familiares realizan un mayor número de actividades en media, pero menor considerando la mediana; el hecho inverso ocurre con el sector «Aparcamientos y autopistas»). Finalmente, en los sectores «Cementos/Vidrios» y «Transportes y comunicaciones» no se puede realizar la comparativa al existir exclusivamente grupos familiares.

4. CONCLUSIONES

En el presente trabajo se ha realizado una triple investigación: en primer lugar se ha estudiado la evolución, permanencia en los mercados de valores y supervivencia de una muestra de empresas cotizadas en el año 1990 para un periodo de 15 años, distinguiendo entre empresas familiares y no familiares; a continuación se ha realizado una comparativa del tamaño medio y tasas de crecimiento para las empresas supervivientes en el periodo; finalmente, se ha calculado el grado de diversificación de los grupos familiares y no familiares que participan en la muestra de empresas cotizadas supervivientes, considerando como grupo a la principal empresa cabecera cotizada su-

perviviente y a todas sus sociedades dependientes.

El estudio se justifica por las siguientes razones: en primer lugar, por la escasez de trabajos realizados que analicen la supervivencia de las empresas tanto en los mercados bursátiles como fuera de ellos, así como por la influencia del carácter familiar del grupo de control sobre dicha tasa de supervivencia. En segundo lugar, se aportan nuevos datos sobre la relación entre el grado de diversificación y el carácter del principal grupo controlador, tomando como referencia los grupos de sociedades en lugar de las empresas cabeceras cotizadas.

El primer resultado obtenido es el incremento de la presencia de las familias en los mercados de valores españoles durante los últimos 15 años. Aunque en la mitad de los sectores el porcentaje de empresas familiares que dejan de cotizar supera al de no familiares, la adquisición por parte de las familias de compañías no familiares permite incrementar su participación en los mercados. Los grupos familiares incrementan de forma notable su participación en los sectores «Construcción», «Cementos/Vidrio» e «Inmobiliario». A su vez las organizaciones no familiares participan en un mayor número de procesos de fusión/absorción que las compañías familiares.

Otro resultado significativo es la superior tasa de liquidación de las compañías no familiares, que dobla al de las compañías familiares. La evidencia empírica destaca cómo las compañías familiares poseen una mayor tasa de supervivencia que el resto de organizaciones. Por lo tanto, el carácter familiar del grupo de control influye positivamente en la supervivencia de la empresa, lo cual es señal de la prevalencia de los aspectos positivos de la familia sobre los negativos. Los resultados obtenidos muestran

una superioridad con respecto a las organizaciones no familiares, las cuales desaparecen en un mayor porcentaje o bien son adquiridas por organizaciones familiares

En referencia al tamaño medio y tasas de crecimiento, las organizaciones familiares son más pequeñas que el resto de organizaciones, diferencia que se ve reducida en el año 2005, aproximándose el tamaño de los diferentes colectivos de empresas en el período. Este hecho se ve influido por la adquisición

de empresas no familiares por parte de grupos de control familiares en el período.

Al analizar el grado de diversificación en el año 2005, los datos a nivel total, excluyendo el sector «Construcción», revelan diferencias mínimas en el grado de diversificación entre ambos colectivos de grupos de sociedades consecuencia de las compensaciones que se producen en las diferencias, a nivel sectorial, del grado de diversificación entre los grupos familiares y no familiares.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AAKER, D.A. (1987): «*Management estratégico del mercado*». Hispano Europea. Barcelona.
- AMIHUD, Y. Y LEV, B. (1981): «*Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers*». *Bell Journal of Economics*, 12 (2), 605-617.
- AOKI, M. (1984): «*The co-operative game theory of the firm*». Cambridge University Press. Cambridge.
- BARNEY, J.B. (1997): «*Gaining and sustaining competitive advantage*». Addison-Wesley Reading.
- BERLE, A. Y MEANS, G. (1932): «*The modern corporation and private property*». Commerce Clearing House. New York.
- BODNAR, G.; TANG, C. Y WEINTROP, J. (1997): «*Both sides of corporate diversification: the value impacts of geographic and industrial diversification*». Working paper 6224. NBER.
- CAMPA, J.M. Y KEDIA, S. (2002): «*Explaining the diversification discount*». *Journal of Finance*, 57 (4), 1731-62.
- CASSON, M. (1999): «*The economics of the family firm*». *Scandinavian Economic History Review*, 47 (1), 10-23.
- CHAMI, R. (1999): «*What's different about family business?*» Working Paper. Trabajo publicado en la serie del Fondo Monetario Internacional «Artículos de Trabajo», con el número 01/70.
- CHANDLER, A. (1977): «*The visible hand*». Belknap Press. Cambridge.
- CNMV: Página web de la «Comisión Nacional del Mercado de Valores» (www.cnmv.es)
- COMMENT, R. Y JARRELL, G.A. (1995): «*Corporate focus and stock returns*». *Journal of Financial Economics*, 37 (1), 67-87.
- CRESPI-CLADERA, R. Y BRU, L. (2006): «*Diversification of family business groups and board control*». Working Paper (Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=924845>).
- DEMSETZ, H. Y LEHN, K. (1985): «*The structure of corporate ownership: causes and consequences*». *Journal of Political Economy*, 93 (6), 1155-1177.
- DENIS, D.; DENIS, D. Y SARIN, A. (1997): «*Agency problems, equity ownership, and corporate diversification*». *Journal of Finance*, 52 (1), 135-160.
- FACCIO, M. Y LANG, L. (2002): «*The ultimate ownership of western European corporations*». *Journal of Financial Economics*, 65 (3), 365-395.
- FAMA, E. Y JENSEN, M. (1983): «*Agency problems and residual claims*». *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 327-349.
- GALLO, M.A. Y VILASECA, A. (1996): «*Finance in family business*». *Family Business Review*, 9, 347-401.
- GALVE, C. Y SALAS, V. (1993): «*Propiedad y resultados de las gran empresa española*». *Investigaciones Económicas*, 17 (2), 207-238.
- 2003: «*La empresa familiar en España: fundamentos económicos y resultados*». *Fundación BBVA*. Bilbao.
- GHEMAWAT, P. Y KHANNA, T. (1998): «*The nature of diversified business groups: a research design and two case studies*». *The Journal of Industrial Economics*, XLVI, 35-61.

- GOMES, J. Y LVIDAN, D. (2004): «*Optimal diversification: reconciling theory and evidence*». *Journal of Finance*, 59 (2), 507-535.
- GORT, M. (1962): «*Diversification and integration in American Industry*». Princeton University Press. Princeton.
- GUILLÉN, M.F. (2000): «*Business groups in emerging economies: a resource-based view*». *Academy of Management Journal*, 43 (3), 362-380.
- HARRIS, M.; KRIEBEL, C.H. Y RAVIV, R. (1982): «*Asymmetric information, incentives and intrafirm resource allocation*». *Management Science*, 28 (6), 604-620.
- HILL, C. Y SNELL, S. (1989): «*Effects of ownership structure and control on corporate productivity*». *Academy of Management Journal*, 32 (1), 25-46.
- INFORMA: Base de Datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) <http://www.informa.es/infor-net/Main/idioma/01/screen/SShowPage/pagina/sabe.html>.
- JACQUEMIN, A.P Y BERRY, C.H. (1979): «*Entropy measure of diversification and corporate growth*». *The Journal of Industrial Economics*, 27 (4), 359-369.
- JENSEN, M.C. Y MECKLING, W.H.. (1986): «*Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*». *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- JENSEN, M.C. (1989): «*Eclipse of the public corporation*». *Harvard Business Review*, 67 (5), 61-74.
- KANG, D.L. (1998): «*Ownership structure and the boundaries of the firm: how large-block family owners lead to increased vertical integration, diversification and superior firm performance*». *Academy of Management annual meeting: business policy and strategy division*, January.
- KHANNA, T. Y PALEPU, K. (1999): «*Corporate scope and institutional context: an empirical analysis of diversified Indian business groups*». Unpublished manuscript. Harvard University.
- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F. Y SHLEIFER, A. (1999): «*Corporate ownership around the world*». *Journal of Finance*, 54 (2), 471-517.
- LAMONT, O. (1997): «*Cash flow and investment: evidence from internal capital markets*». *Journal of Finance*, 52 (1), 83-109.
- MARRIS, R. (1964): «*The economic theory of managerial capitalism*». MacMillan. London.
- MARTIN, J.D. Y SAYRAK, A. (2003): «*Corporate diversification and shareholder value*». *Journal of Corporate Finance*, 9 (1), 37-57.
- MONTGOMERY, C. (1979): «*Diversification market structure and firm performance: an extension of Rumelt's model*». Tesis doctoral sin publicar. Purdue University.
- 1994: «*Corporate diversification*». *Journal of Economic Perspectives*, 8, 163-178.
- PALEPU, K. (1985): «*Diversification strategy, profit performance and the entropy measure*». *Strategic Management Journal*, 6 (3), 239-255.
- PALICH, L.; CARDINAL, L. Y MILLER, C. (2000): «*Curvilinearity in the diversification-performance linkage: an examination of over three decades of research*». *Strategic Management Journal*, 21 (2), 155-174.
- PENROSE, E.T. (1962): «*Teoría del crecimiento de la empresa*». Ed. Aguilar. Madrid
- PORTER, M. (1987): «*Ventaja competitiva*». C.E.C.S.A. México.
- RAJAN, R.; SERVAES, H., Y ZINGALES, L. (2000): «*The cost of diversity, the diversification discount and inefficient investment*». *Journal of Finance*, 55 (1), 35-80.
- RUMELT, R.P. (1974): «*Strategy, structure and economic performance*». Harvard University Press. Boston.
- SANTANA, J. Y AGUIAR, I. (2006): «*El último propietario de las empresas cotizadas españolas (1996-2002)*». *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 26, 47-72.
- SCHARFSTEIN, D.S. Y STEIN, J. C. (2000): «*The dark side of internal capital markets: divisional rent seeking and inefficient investments*». *Journal of Finance*, 55 (6), 2537-2564.
- SCHOAR, A. (1999): «*Effects of corporate diversification on productivity*». Working paper. University of Chicago.
- SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. (1992): «*Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach*». *Journal of Finance*, 47 (4), 1343-1366.
- SMANGS, M. (2006): «*The nature of the business group: a social network perspective*». *Organization*, 13 (6), 889-908.
- STEIN, J.C. (1997): «*Internal capital markets and the competition for corporate resources*». *Journal of Finance*, 52 (1), 111-133.
- STULZ, R. (1990): «*Managerial discretion and optimal financial policies*». *Journal of Financial Economics*, 26 (1), 3-27.
- THOMSEN, S. Y PETERSEN, T. (2000): «*Ownership structure and economic performance in the largest European companies*». *Strategic Management Journal*, 21 (6), 689-705.
- VILLALONGA, B. (2004): «*Does diversification cause the Diversification Discount*». *Financial Management*, 33 (2), 5-27.
- WILLIAMSON, O.E. (1985): «*The economic institutions of capitalism*». Free Press. New York.