

Estrategias de diversificación en los grupos familiares y no familiares: principales diferencias según el tipo de grupo no familiar

Diversification strategies in family and non-family groups: main differences according non-family group type

ALEJANDRO HERNÁNDEZ-TRASOBARES¹
CARMEN GALVE-GÓRRIZ¹
Universidad de Zaragoza (España)

Recibido el 17 de noviembre de 2014, aceptado el 22 de junio de 2015

Nº de clasificación JEL: L25, M21

DOI: 10.5295/cdg.140509ah

Resumen:

Durante la última década surge un interés por el estudio de la estructura de propiedad como elemento determinante de la diversificación. Sin embargo, existe una carencia de investigaciones que analicen la influencia de la naturaleza del último propietario en el nivel y tipo de diversificación. Por ello, el objeto del presente trabajo es analizar las estrategias de diversificación empleadas por los grandes grupos empresariales españoles cuya empresa matriz cotiza en los mercados de valores, estudiando las diferencias existentes entre grupos familiares y no familiares, y considerando en estos últimos la naturaleza del último propietario. Se parte de una muestra de noventa y nueve grupos empresariales, donde se identifican las compañías que constituyen el grupo empresarial, siendo empleadas como metodologías econométricas los modelos logísticos binomiales y los modelos datos panel. Los resultados muestran como la naturaleza familiar del grupo influye positivamente en la especialización y en el empleo de estrategias de diversificación relacionada, y negativamente en el empleo de estrategias de diversificación no relacionada. Los grupos familiares difieren en mayor medida de aquellos grupos no familiares donde no existe un accionista de referencia que pueda ejercer el control efectivo del grupo y la dispersión de la propiedad es mayor, los denominados grupos "sin control efectivo". La investigación permite profundizar en el análisis de las diferencias existentes entre grupos familiares y no familiares, y más concretamente en el ámbito de las estrategias de crecimiento, considerando la naturaleza del último propietario de los grupos no familiares.

Palabras clave:

Empresa familiar, grupo empresarial, diversificación, último propietario, teoría de agencia, crecimiento.

Abstract:

In the last decade, the interest for the study of ownership structure as a determinant of diversification arises. However, there is a lack of researches that analyze the influence of the nature of the ultimate owner in the level

¹ Departamento de Dirección y Organización de Empresas. C/ Gran Vía, nº 2, 50005 Zaragoza (Spain). alex@unizar.es; cgalve@unizar.es

and type of diversification. Therefore, the objective of this paper is to analyze the diversification strategies used by the main Spanish business groups whose parent company is listed on the stock markets, and to study the differences between family and non-family business groups, considering in these last, the type of ultimate owner. In the study a sample of ninety-nine listed companies is used, where companies that constitute the business group are identified. In the paper are used as econometric methodologies the binomial logistic models and panel data models. The results show that family nature of business group positively influences in specialization and related diversification and negatively on unrelated diversification. Family groups differ most from those non-family groups where there is not a reference shareholder than can exercise effective control and ownership dispersion is higher, the groups referred as “non effective control”. The research allows further analysis of differences between family and non-family groups, considering the nature of the ultimate owner for non-family groups.

Keywords:

Family firm, business group, diversification, ultimate owner, agency theory, growth.

1. INTRODUCCIÓN

Dada la importancia de las compañías familiares dentro de las economías mundiales (Zahra 2005; Moores 2009), en la relación estructura de propiedad y diversificación, la naturaleza familiar puede considerarse un determinante de la diversificación, si bien existen pocos estudios a pesar de su relevancia en los resultados (Tsai, Kuo y Hung 2009). La mayor parte de las investigaciones se realizan en Estados Unidos (Kang 1999; Anderson y Reeb 2003; Gomez-Mejía et al. 2010; Miller et al. 2010), y en menor medida en Europa (Ducassy y Prevot 2010; Muñoz-Bullón y Sánchez-Bueno 2011) y Asia (Chen y Yu 2012).

A nivel nacional, para el colectivo de las cajas de ahorros españolas (García 2003; García et al. 2005) se analiza la influencia de la participación de los gestores, los atributos del consejo de administración y el número de comisiones en la diversificación, tanto por actividades como geográfica. Si bien ambas investigaciones hacen referencia a la identidad de los propietarios, éstas no consideran explícitamente la naturaleza de los mismos. Por su parte, la investigación realizada por Bru y Crespi (2006), para una muestra de grupos familiares, presenta la influencia de las características del consejo de administración en el nivel y tipo de diversificación. También el trabajo de Del Brio et al. (2011) concluye la existencia de una influencia de la concentración de la propiedad en la diversificación, obteniendo la existencia de un modelo cuadrático, aunque no sea valorada la naturaleza del último propietario. Por último, los resultados de Muñoz-Bullón y Sánchez-Bueno (2011) revelan un menor nivel de diversificación de las empresas familiares con respecto las no familiares, influyendo positivamente el carácter familiar en la relación entre diversificación y performance.

De los trabajos anteriores se desprende una carencia de investigaciones que analicen directamente la influencia de la naturaleza del último propietario en el nivel y tipo de diversificación. Generalmente suelen compararse empresas familiares y no familiares (sin identificar dentro de este colectivo de empresas la naturaleza de los accionistas de control), lo que impide analizar la posible existencia de diferencias en el comportamiento estratégico de las empresas según su accionariado de control.

La diferente naturaleza del último propietario de la organización no familiar puede condicionar las estrategias de diversificación adoptadas, siendo necesario la realización de una diferenciación entre los distintos tipos de organizaciones no familiares. Por ejemplo, en aquellas compañías donde no existe un accionista de referencia y la propiedad está más dispersa, los directivos pueden optar por mayores niveles de diversificación, dado que ello les permitirá satisfacer sus necesidades particulares, las cuales no coincidirán con la maximización del valor para los accionistas (Berger y Ofek 1995). Por otro lado, aquellas compañías bajo control de entidades financieras basarán su crecimiento en la creación del valor para la organización renunciando a participar en negocios no rentables (Laeven y Levine 2007).

El presente estudio tiene como objetivo analizar las diferencias en el grado y tipo de diversificación de los grupos empresariales cuya sociedad cabecera cotiza en bolsa atendiendo a la naturaleza del último propietario. Se considera grupo empresarial al formado por la empresa matriz que cotiza en los mercados de valores como la totalidad de sociedades

dependientes de la misma². Se han identificado cincuenta grupos familiares, diez grupos bajo control de entidades financieras, seis grupos bajo control de agentes no nacionales y trece grupos denominados como “sin control efectivo”.

A la hora de clasificar un grupo como familiar existe un amplio número de definiciones en la literatura (Mazzi 2011). Tomando como referencia la definición de empresa familiar propuesta por el European Group of Owner Managed and Family Enterprises (GEEF) se considera un grupo familiar cuando: a) la familia (miembros familiares) poseen la participación accionarial (directa e indirecta) más importante de la sociedad cabecera del grupo; b) uno o varios miembros de la familia ocupan puestos clave la dirección del grupo empresarial; c) uno o varios miembros de la familia ocupan puestos clave en el consejo de administración; y d) la persona que fundó o adquirió el grupo empresarial, o sus familiares o descendientes poseen el 25% de los derechos de voto a los que da derecho el capital social. Se adopta por tanto un enfoque basado en la participación de la familia en la empresa, siendo uno de los más empleados en la literatura (Chrisman et al. 2005; Mazzi 2011).

Las principales contribuciones del trabajo con respecto otras investigaciones se pueden resumir en: Primero, y como novedad con respecto a los trabajos previos que toman como unidad de análisis de diversificación a la empresa matriz, nuestro estudio toma como unidad de análisis el grupo piramidal de sociedades independientes controladas por la misma empresa matriz (cabecera del grupo). Ello permite una mejor identificación de la estrategia corporativa adoptada por la empresa matriz al considerar las actividades desarrolladas por el conjunto de las empresas dependientes de la empresa matriz, evitando la omisión de actividades relevantes y facilitando la identificación de las actividades relacionadas y no relacionadas. En segundo lugar, se establecen comparaciones entre las estrategias de diversificación adoptadas por el colectivo de empresas controladas por una familia con respecto al resto de colectivos no familiares, tomando como referencia aquellos grupos donde la discrecionalidad directiva es mayor (“sin control efectivo”). De este modo se pretende comprobar si los grupos familiares difieren en mayor medida de los grupos donde la discrecionalidad directiva es mayor (“sin control efectivo”), siendo las diferencias menores para el resto de grupos no familiares (“bajo control de entidades financieras” y “bajo control de agentes no nacionales”). Por último, se busca contribuir a la literatura existente considerando el grado y el tipo de diversificación (relacionada y no relacionada), hecho que permite proporcionar nuevas evidencias para el caso español.

El presente trabajo se organiza según la siguiente estructura: En primer lugar se presenta el marco teórico donde se establece la relación entre el nivel de diversificación y la naturaleza familiar, así como las diferencias existentes entre los grupos familiares y aquellos grupos no familiares donde la discrecionalidad directiva es más elevada. En segundo lugar se presentan la base de datos, las variables y la metodología empleadas para la contrastación de las hipótesis establecidas en el primer apartado. En tercer lugar se muestran y ana-

² 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, en virtud de acuerdos celebrados, de la mayoría de derechos de voto, (d) haya designado con sus votos a la mayoría de los miembros del órgano de administración.

lizan los principales resultados de los modelos econométricos empleados. Finalmente, se presentan las conclusiones del estudio, sus limitaciones y futuras líneas de investigación.

2. MARCO TEÓRICO

Desde el punto de vista de la teoría de agencia, las empresas bajo control familiar se caracterizan por una elevada concentración de la propiedad y por la participación en la gestión y dirección de los miembros familiares. La naturaleza familiar de la empresa disminuye el problema de agencia principal-agente (Fama y Jensen 1983), dado que los directivos, en muchas ocasiones miembros familiares, alinean sus intereses con el resto de accionistas, buscando la creación de valor y la supervivencia de la empresa (Pollack 1985).

Con respecto a la estrategia de diversificación, la literatura existente revela que las empresas familiares presentan un menor grado de diversificación que aquellas compañías donde los directivos poseen una mayor discrecionalidad (May 1995; Goranova et al. 2007). Por otro lado, Amit y Livnat (1988) y Eisenmann (2002) señalan que la diversificación corporativa resulta atractiva para las familias al permitirles mitigar el riesgo de la empresa y reducir la variabilidad de los ingresos y beneficios esperados (Shleifer y Vishny 1986; Amit y Livnat 1988). Más recientemente, otros autores han señalado que la familia no sólo maximiza su función de utilidad en función de los resultados financieros y la reducción del riesgo, sino que también buscan la consecución de otros objetivos no financieros (Chrisman et al. 2004) o de naturaleza socioemocional (Gomez-Mejia et al. 2007; Gomez-Mejia et al. 2010).

A la hora de establecer la relación entre diversificación y naturaleza familiar, conviene considerar la riqueza socioemocional (Gomez-Mejia et al. 2007; Cennamo et al. 2012), que recoge aquellos aspectos no financieros incluidos en la función de utilidad de los accionistas familiares, tales como el deseo de mantener el control familiar de la empresa, la identificación de la familia con la empresa, el establecimiento de relaciones duraderas con los stakeholders, la presencia de lazos emocionales que favorecen la confianza, la lealtad y la motivación y el deseo de asegurar la supervivencia de la empresa. De este modo, la familia persigue maximizar su función de utilidad, la cual depende de la riqueza socioemocional y de la riqueza financiera, estando la familia más dispuesta a renunciar a una parte de la segunda con la finalidad de preservar la primera (Gomez-Mejia et al. 2010).

Gomez-Mejia et al. (2010) sostienen que la diversificación supone una pérdida de la riqueza socioemocional, siendo el efecto negativo de la diversificación en la riqueza socioemocional superior al efecto positivo de la diversificación en la reducción de la concentración de riesgos, por lo que las empresas familiares diversificarán menos que las empresas no familiares. Diversificar puede suponer el requerimiento de nuevos recursos materiales y tecnológicos y de nuevas capacidades y conocimientos, y por tanto, la necesidad de nuevas fuentes de financiación para la financiación de éstos y la contratación de personal y directivos no familiares con capacidades en las nuevas actividades. La entrada de estos nuevos agentes en el negocio familiar puede originar una disminución de la independencia familiar (Anderson y Reeb 2003; Fernández y Nieto 2006; Claver et al. 2009), dañando la riqueza socioemocional (Cennamo et al. 2012). Las empresas familiares optarán por menores

niveles de diversificación con la finalidad de preservar su riqueza socioemocional aunque pueda llevar implícito el incremento del riesgo financiero (Gomez-Mejia et al. 2010).

Por otro lado, y aunque la literatura empírica existente revela, en términos generales, que el colectivo de empresas no familiares se enfrentan a un problema de agencia de tipo I (principal-agente), es, sin embargo, en el colectivo de empresas no familiares caracterizadas por la ausencia de un accionista principal que pueda ejercer un control efectivo sobre la empresa donde mayor importancia adquiere este problema de agencia. El problema de agencia tipo I se deriva de la divergencia de intereses existente ente los accionistas de la empresa (principal), que buscarán la maximización del valor de la compañía, y los directivos de la empresa (agente), que buscarán satisfacer sus necesidades particulares, a través del crecimiento y la diversificación. Cuando el problema de agencia principal-agente sea importante, los directivos de la empresa optarán por el crecimiento de la compañía y la diversificación, con el objetivo de: a) Aumentar su remuneración económica, su poder y prestigio al estar al mando de empresas de un mayor tamaño (Jensen 1986; Jensen y Murphy 1990); b) Asegurarse su puesto de trabajo, realizando inversiones específicas en negocios donde se puedan explotar sus habilidades y adquiriendo una posición más valiosa dentro de la compañía (Shleifer y Vishny 1990); c) Reducir su riesgo personal, dado que no pueden reducir su propio riesgo tal como lo pueden realizar los accionistas de la empresa (Amihud y Lev 1981). La estrategia de diversificación les permite reducir el riesgo específico de la empresa el cual también afectará a los valores futuros de sus remuneraciones económicas (Martin y Sayrak 2003). Por lo tanto, en aquellas empresas donde los directivos posean una mayor discrecionalidad es donde previsiblemente se observarán mayores niveles de diversificación (Laeven y Levine 2007).

Desde el punto de vista de la teoría de recursos y capacidades (Penrose 1959; Barney 1991), las diferencias entre grupos familiares y no familiares vendrán condicionadas por la posesión y capacidad de acceso a los recursos y capacidades necesarios para diversificar (Peteraf 1993). Específico de las organizaciones familiares es el concepto de “familiness” (en adelante familiaridad), que incluye el conjunto de recursos específicos de la empresa familiar que son resultado de la interacción entre la familia, los individuos integrados en la empresa y la propia empresa (Habbershon y Williams 1999). Dicha familiaridad influirá tanto de un modo positivo como negativo. Por ejemplo, con respecto al recurso capital humano, la familiaridad origina que los miembros familiares estén más motivados y comprometidos con la empresa, incrementando su lealtad con la compañía (Ward 1988). Ahora bien, derivada de la familiaridad, pueden surgir conflictos entre miembros familiares y no familiares, apareciendo el nepotismo y la dificultad de integración de los directivos y personal ajeno a la familia (Tagiuri y Davis 1982). La empresa familiar se caracteriza también por el denominado “capital paciente” (Sirmon y Hitt 2003) o perspectiva a largo plazo, es decir, la visión a largo plazo de la empresa con la finalidad de asegurar la supervivencia y el mantenimiento de la tradición y el legado en la empresa. Si bien la búsqueda de la supervivencia origina una ventaja de las empresas familiares sobre las no familiares, el deseo de mantener la tradición puede originar conflictos que repercutan negativamente en la compañía. En resumidas cuentas, cuando los aspectos positivos de la familiaridad predominen sobre los negativos, los recursos y capacidades propias de las empresas familiares permitirán la consecución de ventajas competitivas con respecto al resto de compañías no familiares. Por el contrario, cuando los costes de la familiaridad superen a los beneficios,

las ventajas desaparecen, pudiéndose encontrarse en una peor posición competitiva los grupos familiares. Si la diversificación supone la realización de nuevas actividades que requieran la incorporación de nuevos recursos físicos y humanos, los grupos familiares mostrarán una actitud más reacia hacia esta estrategia de crecimiento, siempre que la incorporación de estos recursos pueda dañar el capital social, el capital paciente y la riqueza socioemocional.

Finalmente, desde el punto de vista de la teoría Stewardship (Donaldson y Davis 1991; Davis et al. 1997; Waserman 2006), los directivos son considerados como buenos servidores de la organización. Ya no actúan de forma oportunista, buscando satisfacer sus intereses privados (tal como señala la teoría de agencia), sino maximizan su función de utilidad adoptando conductas que favorezcan la creación de valor para los accionistas (Davis et al. 1997), o en el caso de las empresas familiares, que satisfagan los intereses de la familia (Arregle et al. 2007). En ambos casos, la alineación de los intereses entre los directivos y el principal permite una disminución de los costes de agencia repercutiendo positivamente en el grupo empresarial (Davis et al. 1997).

En los grupos familiares, los directivos no familiares se identifican con la familia, cuidando de sus activos y gestionando eficazmente para conseguir empresas más saneadas y fuertes, que aseguren la supervivencia del negocio familiar a lo largo del tiempo y su transmisión entre las diferentes generaciones (Arregle et al. 2007; Davis et al. 2010). Los directivos de la compañía son conscientes que las empresas familiares poseen objetivos financieros y no financieros o socioemocionales (Chrisman et al. 2004; Gomez-Mejia et al. 2007). Dado que la diversificación puede dañar la riqueza socioemocional, los directivos no familiares de los grupos familiares buscarán la preservación de la misma. En el caso de los grupos no familiares, dado que en su función de utilidad no se incluye la restricción de preservación de la riqueza socioemocional, seguirán mostrando una mayor preferencia por la diversificación que los grupos familiares. En este caso, los grupos no familiares (incluidos aquellos sin control efectivo), optarán por diversificar en aquellos negocios donde se produzca creación de valor para la empresa (y no por motivos discrecionales), negocios a los cuales los grupos familiares pueden ser reticentes en invertir por el posible efecto negativo sobre la riqueza socioemocional (Gomez-Mejia et al. 2010).

En resumidas cuentas, se espera que los grupos familiares muestren un menor grado de diversificación que los grupos no familiares, y más concretamente, existan unas mayores diferencias entre los grupos familiares y los grupos no familiares “sin control efectivo”. De este modo queda establecida la primera hipótesis del estudio:

H1: Los grupos empresariales familiares muestran una menor preferencia por la diversificación (mayor preferencia por la especialización) que aquellos grupos no familiares donde la discrecionalidad directiva es mayor (“sin control efectivo”)

Al diversificar, los grupos empresariales pueden optar por diversas alternativas (Rumelt 1974), siendo la diversificación relacionada y la no relacionada las opciones más habituales. Si bien ambos tipos de estrategias presentan costes para la empresa (Denis et al. 2002), también permiten aprovecharse de un conjunto de ventajas. La diversificación en negocios relacionados logra un mejor aprovechamiento de las economías de escala y alcance, aumentando el valor creado por la empresa (Montgomery 1985; Barney 1991), permitiendo a los negocios relacionados beneficiarse de la actividad principal realizada por la empresa y de su base de consumidores establecida (Newbound et al. 1978). La diversificación relacionada también consigue un mejor aprovechamiento y desarrollo de los recur-

tos y habilidades principales del negocio (Bettis 1981), supone una menor complejidad, y conlleva menores costes para la empresa (Markides y Williamson 1994). Por otro lado, la diversificación no relacionada aumenta el poder de mercado de la compañía (Miller 1973), disminuyendo la variabilidad de los ingresos, el riesgo financiero (al dirigirse a negocios o actividades cuyos cash-flow no están correlacionados) (Shleifer y Vishny 1986; Amit y Livnat 1988) y beneficiándose de un mercado interno de capitales que permite una reducción de costes (Shackman 2007).

A la hora de optar por uno u otro tipo de diversificación, desde el trabajo pionero de Rumelt (1974), los estudios muestran una superioridad en performance de la diversificación relacionada sobre la no relacionada, teniendo un efecto positivo la primera en los resultados (Rumelt 1982; Hill y Snell 1989; Montgomery 1994; Palich et al. 2000; Gomes y Livdan 2004), mientras que la diversificación no relacionada influye negativamente (Berger y Ofek 1995; Tanriverdi y Venkatraman 2005; Chang y Wang 2007).

En la literatura se comprueba cómo la diversificación no relacionada es empleada habitualmente por los directivos para satisfacer sus intereses personales y obtener mayores remuneraciones económicas y prestigio (Shleifer y Vishny 1989), suponiendo un coste en la maximización de la utilidad del accionista y en el valor de la empresa (Denis et al. 1997). En aquellos grupos donde la discrecionalidad directiva sea más elevada se optará en mayor medida por la realización de actividades no relacionadas.

En los grupos familiares, al reducirse los costes de agencia (menor relevancia del problema de agencia tipo I) menor será la realización de inversiones en negocios no relacionados por razones gerenciales. Los grupos familiares optarán por estrategias de diversificación que influyan positivamente en el performance y más acordes con la creación de valor, en este caso diversificación relacionada (Bru y Crespi 2006).

Para los grupos familiares, la estrategia de diversificación no relacionada requiere del empleo de nuevos recursos y capacidades (Schulze et al. 2002) no pudiendo aprovecharse de sinergias con los recursos ya disponibles en el grupo familiar. La diversificación no relacionada supone una mayor complejidad y dificultad en su implementación que la diversificación relacionada (Eisenmann 2002). La diversificación no relacionada lleva implícitos unos mayores costes, una mayor incertidumbre y una mayor necesidad de recursos financieros, siendo necesario acudir a fuentes de financiación externas, con lo que los grupos familiares se mostrarán más reacios a implantarla, evitando perder el control familiar del grupo y dañar la riqueza socioemocional. (Gomez-Mejia et al. 2007).

Desde el punto de vista de la teoría de los recursos y la teoría del Stewardship, la argumentación sería bastante similar. La diversificación en los grupos familiares será inferior cuando el diversificar pueda poner en peligro el control familiar de la compañía y el stock de riqueza socioemocional, como consecuencia de los posibles conflictos potenciales entre los miembros familiares y el resto de agentes no familiares implicados en la empresa. Existirá un mayor peligro al realizar nuevas actividades no relacionadas con la actividad principal del grupo, mostrando una actitud más favorable hacia las estrategias de diversificación relacionada frente a las estrategias de diversificación no relacionada.

De acuerdo con la teoría Stewardship, en los grupos no familiares (incluidos los denominados sin control efectivo), desaparecerá la realización de nuevas actividades derivadas de comportamientos discrecionales, optando por la diversificación en los negocios (relacionados o no relacionados) que creen valor para los accionistas. A priori, este hecho con-

lleva una aproximación de comportamiento entre grupos familiares y no familiares. Ahora bien, los grupos familiares siguen considerando en su función de utilidad la preservación de la riqueza socioemocional. Los directivos no familiares de los grupos familiares alinean sus intereses con los miembros familiares, renunciando a diversificar e aquellos negocios (relacionado y no relacionados) que pongan en peligro el capital de riqueza socioemocional. Además, tal como se ha señalado previamente, los grupos familiares optarían por diversificar en negocios relacionados por su menor impacto negativo en la riqueza socioemocional y menor complejidad que la diversificación en negocios no relacionados. Por todo lo anterior, las hipótesis establecidas son:

H2a: Los grupos familiares muestran una mayor preferencia por la diversificación relacionada que aquellos grupos no familiares donde la discrecionalidad directiva es mayor (“sin control efectivo”).

H2b: Los grupos empresariales familiares muestran una menor preferencia por la diversificación no relacionada que aquellos grupos no familiares donde la discrecionalidad directiva es mayor (“sin control efectivo”).

3. METODOLOGÍA

3.1. Muestra y fuentes de información

El presente estudio emplea un panel de datos de 99 de empresas cotizadas, sociedades cabeceras de grupos empresariales, durante el periodo 2000-2005 (un total de 594 observaciones). Se toma como referencia dicho periodo debido a los hechos producidos a partir del año 2005 (Zozaya 2007): a) un año 2006 atípico donde se produce un muy elevado número de fusiones y adquisiciones de empresas (incremento del 45 por ciento entre los años 2005 y 2006); y b) la entrada en vigor de una nueva ley en el año 2007 relativa a las ofertas públicas de adquisición de empresas, diferente a la existente en el periodo 2000-2005. Las empresas pertenecen a distintos sectores de actividad, excluidos el sector financiero y el sector energético. Se ha empleado la información disponible en la página Web de Comisión Nacional del Mercado de Valores para establecer la naturaleza del último propietario de la empresa matriz cotizada (y por tanto del grupo empresarial), para identificar las sociedades dependientes de la empresa matriz y para determinar los valores de las variables de control. Esta información ha sido complementada por la base de datos Sabi-Infirma para identificar las principales actividades de las sociedades dependientes de la empresa matriz y calcular el nivel de diversificación del grupo empresarial.

3.2. Variables

A. Variables dependientes: tipo de diversificación

A la hora de analizar la diversificación, el presente trabajo considera las actividades desarrolladas por el grupo empresarial, constituido por la empresa matriz cotizada y el grupo piramidal de sociedades dependientes de ella. De este modo la diversificación se mide

más objetivamente, pues al estudiar exclusivamente la empresa matriz prescindiendo de las sociedades dependientes, son obviadas las actividades de aquellas compañías que forman parte de la estrategia global de la empresa matriz (Chen y Yu 2012).

La estrategia de diversificación empleada por los grupos empresariales ha sido definida mediante variables categóricas (dummy) y variables cuantitativas (índices de entropía).

Las variables categóricas de la diversificación utilizadas son:

a) Especialización (ESP): dummy, valor 1 cuando la empresa cotizada y sus sociedades dependientes realizan la misma/única actividad y 0 en cualquiera otra situación.

b) Diversificación Relacionada (DR): dummy, valor 1 cuando el número de actividades realizadas por la empresa cotizada y/o sus sociedades dependientes es igual o superior a 2, existiendo actividades relacionadas entre sí, y 0 en cualquier otro caso. Se consideran actividades relacionadas aquellas que coinciden en los dos primeros dígitos de la clasificación CNAE 93 Rev. 1 y difieren en los dos últimos, siendo actividades que requieren de recursos y competencias similares.

c) Diversificación No Relacionada (DNR): dummy, valor 1 cuando el número de actividades realizadas por la empresa cotizada y/o sus sociedades dependientes es igual o superior a 2, existiendo actividades no relacionadas entre sí, y 0 en cualquier otro caso. Se consideran actividades no relacionadas aquellas que no coinciden en los dos primeros dígitos de la clasificación CNAE 93 Rev. 1, no requieren de recursos y competencias similares y no son actividades comunes que forman parte de la cadena de valor de la empresa cotizada.

Las medidas cuantitativas de la diversificación empleadas son (Jacquemin y Berry 1979; Palepu 1985):

a) Índice de Entropía de la Diversificación Total (DT_Ent): medida del grado de diversificación del grupo de sociedades, estimado mediante la siguiente expresión:

$$DT_Ent = \sum_{i=1}^n S_i \ln \frac{1}{S_i} \quad (1)$$

donde S_i es la participación de la actividad i en las ventas totales del grupo de sociedades, y n es el número de actividades. Son consideradas distintas actividades aquellas que poseen distinto CNAE 93 Rev. 1. (a nivel de 4 dígitos).

b) Índice de Entropía de la Diversificación Relacionada (DR_Ent): medida del grado de diversificación relacionada del grupo de sociedades, estimada mediante la siguiente expresión:

$$DR_Ent = \sum_{j=1}^m DR_j S^j, \text{ donde } DR_j = \sum_{i \in j} S_i^j \ln \frac{1}{S_i^j} \quad (2)$$

Donde S_j es la participación del sector industrial “ j ” en las ventas totales de la empresa, DR_j es el nivel de diversificación relacionada, S_i^j es la participación de la actividad i perteneciente al sector industrial j en las ventas totales del grupo de sociedades, “ n ” es el número de actividades y “ m ” el número de sectores industriales. Las actividades se consideran a nivel de 4 dígitos, mientras que los sectores industriales se establecen según la coincidencia de los dos primeros dígitos CNAE 93 Rev. 1.

d) Índice de Entropía de la Diversificación No Relacionada (DNR_Ent): medida del grado de diversificación no relacionada del grupo, estimada mediante la siguiente expresión:

$$DNR_Ent = \sum_{j=1}^m S^j \ln \frac{1}{S^j} \quad (3)$$

Donde S_j es la participación en las ventas totales del grupo empresarial en el sector industrial j , siendo m el número de sectores. Las actividades se consideran a nivel de 4 dígitos, mientras que los sectores industriales se establecen según existan coincidencias entre los dos primeros dígitos CNAE 93 Rev. 1.

B. Variables independientes: naturaleza del último propietario

Esta variable recoge la naturaleza del accionista principal que controla la empresa cotizada cabecera del grupo, diferenciando entre grupos familiares y grupos no familiares. De acuerdo con la definición de empresa familiar propuesta por el GEEF, un grupo es considerado como familiar cuando la familia (miembros familiares) no sólo posee la participación accionarial (directa e indirecta) más importante de la compañía matriz cotizada, sino que además uno o varios miembros de la familia ocupan puestos clave tanto en la dirección de la empresa como en el consejo de administración. Además, al cotizar en los mercados de valores las sociedades cabeceras de grupos empresariales, se exige que el fundador, los familiares y/o descendientes posean al menos el 25 por ciento de los derechos de voto a los que da derecho el capital social. Son considerados miembros familiares aquellos que comparten un mismo apellido, o bien constituyen un matrimonio.

Para la clasificación de los grupos no familiares, atendiendo a la naturaleza del accionista principal que ejerce el control de la empresa matriz, se ha identificado al último propietario de las empresas matrices cotizadas, analizando las cadenas horizontales y verticales de propiedad. La metodología empleada es la propuesta por La Porta et al. (1999), empleada en posteriores trabajos (Claessens et al. 2000; Faccio y Lang 2002). Resultado de la aplicación de esta metodología se han identificado los siguientes grupos empresariales:

a) Grupo familiar (FAM): aquellos grupos donde en todos los años del periodo de estudio la empresa matriz permanece bajo control familiar.

b) Grupo extranjero (EXT): aquellos grupos donde durante todos los años del periodo de estudio los últimos propietarios son empresas o individuos no residentes en España.

c) Grupos Financieros (FINAN): aquellos grupos donde durante todos los años del periodo de estudio los últimos propietarios son entidades financieras o fondos de inversión.

d) Grupos sin control efectivo (SCE): aquellos grupos donde durante todos los años del periodo no existe un único propietario (o grupo de propietarios de la misma naturaleza) que pueda ejercer el control efectivo en solitario en la organización. Se trata pues de empresas participadas por varios accionistas de distinta naturaleza, sin que ninguno de ellos pueda ejercer el control efectivo.

e) Grupos con cambios en último propietarios (CUP): aquellos grupos donde en algún o algunos años del periodo de estudio se producen cambios en la naturaleza del último propietario.

C. Variables de control

En línea con investigaciones previas sobre el tema (Anderson y Reeb 2003; Gomez-Mejia et al. 2010; Chen y Yu 2012) se consideran las siguientes variables de control: i) Tamaño de la empresa matriz: medido mediante el logaritmo de los activos totales de la empresa cotizada (LN ACT); ii) Edad de la empresa matriz: medida como el logaritmo de la diferencia entre dos mil y el año de creación de la empresa cotizada (LN EDAD); iii) Endeudamiento de la empresa matriz: medido como el cociente entre la deuda total y el total de activo de la empresa (ENDEUD); iv) Intensidad de capital de la empresa matriz: medida como el cociente de la suma del inmovilizado material e inmaterial y el número de trabajadores (INT CAPIT); v) Inversión en intangibles: recoge el esfuerzo inversor en nuevas tecnologías realizado por parte de la empresa matriz cotizada, midiéndose a través de la relación activos intangibles sobre activos totales (INTANG); vi) Diferencia entre la rentabilidad económica de la empresa con respecto la rentabilidad económica del año de las empresas de la muestra (RE-RE_AÑO): nos permite analizar el grado de discrecionalidad de la dirección en la toma de decisiones (una mayor diferencia a favor de la empresa implica un menor descontento del accionariado con su inversión, y por tanto una menor necesidad de estrategias de diversificación para la consecución de una rentabilidad próxima a la rentabilidad media); vii) Cambio estructural en la empresa matriz: variable dummy que adopta el valor 1 cuando se ha producido algún cambio estructural en la empresa cotizada y 0 en cualquier otro caso (DCE).

3.3. Modelos econométricos

En primer lugar, se lleva a cabo un estudio descriptivo de los grupos empresariales y se analiza la existencia de diferencias en las variables del modelo atendiendo a la naturaleza del último propietario. En segundo lugar, para comprobar la influencia de la naturaleza del último propietario en las variables categóricas del tipo de diversificación, se emplea la regresión logística binaria, comprobando la ausencia de multicolinealidad (Menard 2002). Por último, para estimar el impacto de la naturaleza del grupo empresarial en las variables cuantitativas de la diversificación se opta por la metodología de datos panel, dado que la base de datos se compone de una muestra de 99 empresas matrices cotizadas durante un periodo de seis años. De este modo es posible controlar la heterogeneidad inobservable considerando el efecto empresa. Establecido el modelo final se emplea la técnica de los Errores Estándar Corregidos en Panel (Panel Corrected Standard Errors ó PCSE) por su mayor precisión en el cálculo de los estimadores. En los modelos econométricos se han empleado los programas SPSS 15.0 y STATA 10.1.

4. RESULTADOS

4.1. Estadísticos descriptivos

En la muestra de 99 grupos empresariales analizados, se han identificado cincuenta grupos familiares, diez grupos bajo control de entidades financieras, seis grupos bajo control de agentes no nacionales y trece grupos denominados como “sin control efectivo”. Se comprueba pues la importancia de las familias dentro de los mercados de valores españoles (Faccio y Lang 2002; Sacristán et al. 2011). Veinte grupos han sufrido cambios en la naturaleza del último propietario. Aunque estos grupos son considerados en los análisis, no serán objeto de un estudio pormenorizado, dado que las estrategias de diversificación difieren según la naturaleza del último propietario en el periodo, siendo muy complejo determinar el efecto neto de cada una de las naturalezas de accionista principal por las que ha pasado la empresa a lo largo del periodo de estudio.

La Tabla 1 muestra el porcentaje de empleo de cada una de las estrategias de diversificación atendiendo a la naturaleza del último propietario. Independientemente de la naturaleza del accionista principal, los datos revelan que un 23,9 por ciento de los grupos empresariales de la muestra optan por estrategias de especialización, un 74,2 por ciento emplean estrategias de diversificación no relacionada y un 58,2 por ciento de los grupos utilizan estrategias de diversificación en negocios relacionados. Si atendemos a la naturaleza del último propietario, los datos revelan una mayor especialización (35,3 por ciento) y un menor empleo de estrategias de diversificación relacionada (46,3 por ciento) y no relacionada (62 por ciento) por parte de los grupos familiares con respecto al resto de grupos no familiares. Ahora bien las mayores diferencias se producen con respecto aquellos grupos “sin control efectivo”, donde el poder discrecional de los directivos es mayor, siendo mayor en ellos el empleo de estrategias de diversificación, sobre todo diversificación no relacionada (93,6 por ciento).

Tabla 1

Estrategias de diversificación empleadas según la naturaleza del último propietario del grupo empresarial (expresado en porcentaje)

| Tipo Diversificación | Familiar | Extranjero | Financiero | Sin control efectivo | Cambia propietario | Total |
|-----------------------------|-----------------|-------------------|-------------------|-----------------------------|---------------------------|--------------|
| Especialización | 35,3% | 16,7% | 20,0% | 6,4% | 10,8% | 23,9% |
| Div. Relacionada | 46,3% | 66,7% | 66,7% | 65,4% | 76,7% | 58,2% |
| Div. No Relacionada | 62,0% | 83,3% | 80,0% | 93,6% | 86,7% | 74,2% |

Fuente: Elaboración propia.

En la Tabla 2 se presentan los valores medios de las variables del modelo, así como la existencia diferencias atendiendo a la naturaleza del último propietario.

Tabla 2

Diferencias en medias de las principales variables del estudio: grupo familiar, extranjero, financiero, “sin control efectivo” y “cambia último propietario”

| | N | DT_Ent | DR_Ent | DNR_Ent | Ln activo | Ln edad |
|----------------|-----|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Familiar | 300 | 0,506 | 0,158 | 0,348 | 11,46 | 3,59 |
| Extranjero | 36 | 0,583 | 0,202 | 0,381 | 12,61 | 3,66 |
| Financiero | 60 | 0,593 | 0,128 | 0,465 | 12,44 | 3,75 |
| SCE | 78 | 0,765 | 0,184 | 0,581 | 12,32 | 4,02 |
| Cambia UP | 120 | 0,819 | 0,210 | 0,610 | 12,50 | 3,38 |
| TOTAL | 594 | 0,617 | 0,171 | 0,446 | 11,95 | 3,63 |
| Levene | | 2,520 ^a | 2,024 | 2,971 ^a | 2,863 ^a | 10,363 ^a |
| Anova (F Stat) | | | 1,483 | | | |
| Welch | | 7,543*** | | 9,162*** | 25,165** | 2,273* |
| Brown-Forsythe | | 8,252*** | | 9,404*** | 27,920** | 2,085 |
| Kruskal-Wallis | | 48,587*** | 27,591*** | 54,677*** | 61,941*** | 43,100*** |
| | N | Endeudamiento | Intangibles | Re_empresa-Re_anual | Intensidad Capital | DCE |
| Familiar | 300 | 0,37 | 0,025 | -0,006 | 4,56 | 18 % |
| Extranjero | 36 | 0,31 | 0,010 | 0,000 | 5,06 | 16,7 % |
| Financiera | 60 | 0,40 | 0,022 | 0,020 | 4,77 | 30 % |
| SCE | 78 | 0,36 | 0,054 | 0,045 | 4,57 | 23,1 % |
| Cambia UP | 120 | 0,43 | 0,034 | -0,030 | 5,00 | 30 % |
| TOTAL | 594 | 0,38 | 0,029 | 0,000 | 4,70 | 22,2 % |
| Levene | | | 6,197 ^a | 9,639 ^a | 10,894 ^a | 6,550 ^a |
| Anova (F Stat) | | | | | | |
| Welch | | | 2,149* | 11,608*** | 3,240** | 2,000 |
| Brown-Forsythe | | | 1,936 | 4,658*** | 4,089*** | 1,917 |
| Kruskal-Wallis | | 48,587*** | 27,591*** | 54,677*** | 61,941*** | 43,100*** |

* p < .10. ** p < .05. *** < .001

^a p < .05 (no existe homogeneidad en las varianzas)

Fuente: Elaboración propia.

Con respecto a las variables de diversificación, los grupos familiares presentan un menor grado de diversificación total y no relacionada que el resto de los grupos no familiares (Anderson y Reeb 2003; Miller y Le Bretton Miller 2010), existiendo las mayores diferencias entre los grupos familiares y grupos “sin control efectivo”. En los grupos controlados por agentes extranjeros y entidades financieras, también su grado de diversificación total y no relacionada es inferior a los grupos “sin control efectivo”. Los datos revelan diferencias escasas entre los grupos en diversificación relacionada. Con respecto al resto de variables de control, de la Tabla 2 se desprende que las empresas matrices cabeceras de grupos familiares muestran un menor tamaño medio y una menor participación en procesos de fusión/absorción (excepto en los grupos de capital extranjero) que las empresas matrices de grupos no familiares, no existiendo diferencias en endeudamiento. Diferenciando entre empresas matrices no familiares, las empresas clasificadas como “sin control efectivo” poseen la mayor rentabilidad con respecto a la rentabilidad media del mercado y han participado en mayor nivel en procesos de fusiones y/o adquisiciones (junto con las empresas controladas por entidades financieras).

4.2. Modelo logístico binomial

La Tabla 3 presenta los resultados de los modelos logísticos binomiales que explican la influencia de la naturaleza del último propietario en la adopción de las distintas estrategias de diversificación. Se establecen como referencia los grupos “sin control efectivo”, más proclives al empleo de estrategias de diversificación dada la mayor dispersión de la propiedad y mayor discrecionalidad directiva (Amihud y Lev 1981; Berger y Ofek 1995).

Se observa como los grupos de sociedades bajo control familiar (y de modo similar los grupos bajo control de capital extranjero y entidades financieras) muestran una mayor preferencia por la especialización (menor preferencia por la diversificación) y un menor deseo de empleo de estrategias de diversificación no relacionada que los grupos de sociedades “sin control efectivo” (se cumplen las hipótesis H1 y H2b). Estos resultados corroboran que la mayor dispersión de la propiedad y la ausencia de un accionista de referencia en el grupo empresarial favorece el empleo de estrategias de diversificación (Jensen y Murphy 1990; Berger y Ofek 1995), y más concretamente de estrategias de diversificación no relacionada (Shleifer y Vishny 1989).

Tabla 3

Influencia de la naturaleza del último propietario del grupo empresarial en la especialización, diversificación relacionada y diversificación no relacionada

| | ESPECIALIZACIÓN | DIVERSIFICACIÓN RELACIONADA | DIVERSIFICACIÓN NO RELACIONADA |
|------------|-------------------------|------------------------------------|---------------------------------------|
| | β -coef (wald) | β -coef (wald) | β -coef (wald) |
| FAM | 1,583*** (7,715) | -0,398 (1,226) | -1,509*** (7,049) |

| | | | |
|--|-----------------------|------------------------|------------------------|
| EXT | 2,042** (6,678) | 0,457 (0,529) | -1,643* (3,778) |
| FINAN | 1,628** (5,523) | -0,224 (0,226) | -1,328* (3,464) |
| CUP | 1,068 (2,352) | -0,240 (0,290) | -1,354** (4,073) |
| LN ACT | -1,374*** (80,863) | 1,107*** (75,880) | 1,486*** (89,059) |
| LN EDAD | 0,535** (5,070) | -0,079 (0,185) | -0,235 (1,090) |
| ENDEUD | 3,514*** (21,916) | -0,587 (1,021) | -3,425*** (21,607) |
| INTANG | 2,155 (1,483) | -2,291 (2,051) | -1,681 (0,877) |
| RE-RE_ AÑO | 2,229 (1,451) | -4,641*** (9,630) | -2,633 (1,982) |
| INT CAPIT | 0,169** (5,599) | -0,297*** (21,639) | -0,341*** (21,291) |
| DCE | -1,830* (3,026) | 1,526*** (11,145) | 0,390 (0,417) |
| CONS- TANT | 8,976*** (22,007) | -10,814*** (44,495) | -10,674*** (29,834) |
| N | 594 | 594 | 594 |
| Hosmer Lemeshow | 7,323 | 13,467 | 12,699 |
| Likelihood Ratio | 366,148 | 487,357 | 371,435 |
| Chi-square | 247,614*** | 277,398*** | 267,235*** |
| R² Cox and Snell | 0,355 | 0,389 | 0,377 |
| R² Nage- lkerske | 0,536 | 0,523 | 0,557 |
| % Correctos | 86,5% | 80,0% | 86,7% |

*, **, *** Significativas al 10 %, 5 % y 1 % respectivamente.

Fuente: Elaboración propia.

Además se comprueba como resulta conveniente considerar la naturaleza del grupo no familiar, dado que los grupos familiares pueden diferir de los grupos no familiares en distinta medida según sea el último propietario del grupo no familiar. De hecho las mayores diferencias se observan entre los “grupos familiares” y “sin control efectivo”, mostrando comportamientos menos divergentes entre los grupos familiares y los grupos bajo control de entidades financieras y agentes no nacionales. En cuanto al empleo de la diversificación relacionada, no se observan diferencias entre los distintos grupos (no se cumple H2a), mostrando todos ellos un comportamiento similar. En concreto, la naturaleza familiar influye negativamente en la diversificación (total y no relacionada) pero no en la diversificación

relacionada, reflejo en cierta medida de una preferencia por la realización de actividades afines a la actividad principal del grupo frente a aquellas actividades no relacionadas (Bru y Crespi 2006; Gomez-Mejia et al. 2010).

4.3. Modelo datos panel

En la Tabla 4 se comprueba como la naturaleza familiar influye negativamente en el grado de diversificación total con respecto al resto de grupos no familiares (excepto los grupos financieros), sobre todo con respecto a los grupos “sin control efectivo” (cumple H1). Con respecto al tipo de diversificación, los grupos familiares (junto con aquellos bajo control de agentes no nacionales) muestran su preferencia por el empleo de la diversificación relacionada frente al resto de grupos no familiares (cumple H2a), mientras que tienen una mayor aversión al empleo de la diversificación no relacionada que los grupos no familiares “sin control efectivo (se cumple H2b).

Tabla 4

Influencia de la naturaleza del último propietario en el tipo de diversificación

| | DIVERSIFICACIÓN TOTAL | DIVERSIFICACIÓN RELACIONADA | DIVERSIFICACIÓN NO RELACIONADA |
|------------------|----------------------------------|--|---|
| | PCSE (RE) | PCSE (FE) | PCSE (RE) |
| FAM | -0,181** (-1,97) | 0,496*** (6,15) | -0,181** (-2,54) |
| EXT | -0,196 (-1,55) | 0,229*** (5,46) | -0,202* (-1,94) |
| FINAN | -0,226** (-2,10) | -0,155*** (-2,64) | -0,151* (-1,66) |
| CUP | -0,097 (-0,91) | -0,062 (-0,63) | -0,080 (-0,93) |
| LN ACT | 0,107*** (5,43) | -0,009 (-0,68) | 0,071*** (4,58) |
| LN EDAD | 0,006 (0,21) | -0,062*** (-3,24) | 0,009 (0,32) |
| ENDEUD | -0,110 (-1,22) | -0,028 (-1,03) | -0,043 (-0,59) |
| INTANG | -0,321** (-2,31) | -0,051 (-1,28) | -0,211* (-1,72) |
| RE-RE_AÑO | -0,954*** (-5,47) | -0,082** (-2,19) | -0,779*** (-5,10) |
| INT CAPIT | -0,047*** (-4,38) | 0,001 (0,15) | -0,047*** (-5,29) |
| DCE | 0,411*** (4,62) | 0,007 (0,14) | 0,288*** (3,89) |

| | | | |
|-------------------------------|-------------------|--------------------|-------------------|
| CONSTANT | -0,391 (-1,37) | 0,514*** (2,66) | -0,154 (-0,67) |
| R² | 0,3397 | 0,9352 | 0,3054 |
| N | 564 | 564 | 564 |
| Breusch-Pagan | 1030,41*** | 1105,21*** | 1004,86*** |
| Wald -Wool- dridge | 0,43 | 2,34** | 0,78 |
| Chi² Wald | 184,23*** | 65156,08*** | 159,46*** |

*, **, *** Significativas al 10 %, 5 % y 1 % respectivamente.

Nota: se ha comprobado la existencia de heteroscedasticidad y autocorrelación.

PCSE (RE): Errores Estandar Corregidos para Panel (Efectos Aleatorios) PCSE (FE): Errores Estandar Corregidos para Panel (Efectos Fijos).

Fuente: Elaboración propia.

Nuevamente se pone de manifiesto que los grupos familiares, caracterizados por una mayor concentración de la propiedad, difieren en mayor medida de los grupos “sin control efectivo”, es decir aquellos grupos donde la dispersión de la propiedad es mayor y no existe un accionista de referencia que pueda ejercer el control. Ahora bien, si se consideran el resto de grupos no familiares donde existe un accionista de referencia (grupos bajo control de entidades financieras o agentes no nacionales), las diferencias en la adopción de las distintas estrategias de diversificación disminuye.

5. CONCLUSIONES

El presente trabajo analiza las diferencias existentes en el grado y tipo de diversificación entre grupos familiares y no familiares. Los resultados muestran un predominio de grupos familiares (suponen la mitad de los grupos empresariales analizados) seguidos en orden de importancia por los grupos denominados “sin control efectivo”. La elevada presencia de grupos controlados por miembros familiares pone de manifiesto la relevancia de las familias como agentes activos en la economía. Resulta por ello necesario valorar en todo momento su idiosincrasia, donde la función de utilidad de los miembros familiares no sólo busca la maximización de los resultados económicos, sino que también considera y prioriza otros aspectos de carácter no financiero (la riqueza socioemocional). Si bien la profesionalización de las empresas familiares es una realidad constatada, produciéndose la incorporación de directivos externos que colaboran con los miembros familiares, los primeros han de ser conscientes en todo momento del factor socioemocional subyacente en la familia, que puede condicionar las decisiones de crecimientos adoptada por el grupo empresarial.

Los resultados econométricos revelan que los grupos familiares optan por unos menores niveles de diversificación (total y no relacionada) y un mayor nivel de diversificación relacionada, comparativamente con respecto a los grupos “sin control efectivo”. El control y la participación de miembros familiares en la empresa matriz puede suponer, por un lado, evitar la realización de inversiones no rentables o que puedan poner en peligro la supervivencia del negocio, tal como podría ocurrir en aquellos grupos donde la discrecio-

alidad directiva es elevada (grupos “sin control efectivo”), donde las inversiones realizadas responde a la satisfacción de las necesidades de los directivos y no la maximización del valor de los accionistas. Ahora bien, la naturaleza familiar del grupo empresarial puede suponer, por otro lado, la renuncia implícita de otras inversiones que puedan repercutir positivamente en los resultados financieros del grupo familiar, por evitar el impacto negativo en la riqueza socioemocional. Este resultado pone en evidencia la necesidad de investigaciones futuras que analicen la influencia neta de las estrategias de diversificación en el performance de la empresa.

Obviamente el trabajo presenta una serie de limitaciones que pueden dar origen a futuras líneas de investigación. Los resultados muestran como los grupos familiares difieren en distinta medida de los grupos no familiares, atendiendo a la naturaleza del último propietario de estos últimos. Ello conllevaría la necesidad de profundizar en los resultados anteriores, sobre todo en el estudio de los grupos extranjeros y grupos financieros y las causas de sus diferencias con los grupos familiares.

Otra limitación del estudio radica en que los resultados son aplicables a los grandes grupos empresariales cuyas sociedad cabeceras cotizan en bolsa, los cuales no pueden aplicarse a aquellos grupos o empresas familiares que no cotizan y/o poseen un menor tamaño. Por ello, otra línea de desarrollo sería ver qué ocurre con aquellas empresas y grupos empresariales más pequeños, donde el grado de concentración de la propiedad es mayor y qué posibles diferencias surgen con respecto las empresas y grupos no familiares. Para los grupos familiares sería interesante analizar la influencia de la presencia del fundador y/o la generación presente en el grupo familiar en la adopción de las estrategias de diversificación o especialización. Tal como señalan Gomez-Mejia et al. (2007), el deseo de preservar la riqueza socioemocional varía según la generación presente que dirige la compañía: si el fundador dirige la empresa, el deseo de preservar la riqueza socioemocional será mayor que en aquellas empresas donde la propiedad se va diluyendo en los miembros familiares de posteriores generaciones, tales como los hijos, las sociedades de primos, etc. De este modo, conforme se diluya la propiedad familiar en los hijos y en sociedades de primos es previsible un incremento en la adopción de estrategias de diversificación con respecto a aquellos grupos donde el fundador está presente, el cual mostrará un comportamiento más reacio a adoptar estrategias de diversificación que puedan poner en peligro la supervivencia de la empresa (Miller et al. 2008).

6. AGRADECIMIENTOS

Este trabajo ha sido realizado bajo el marco de los objetivos del Grupo de Investigación CREVALOR reconocido por la Diputación General de Aragón y del proyecto ECO2013-48496-C4-3-R financiado por el Ministerio de Economía y Competitividad.

7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Amihud, Y. and Lev, B., 1981. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economics*, 12 (2), 605–617.
- Amit, R. and Livnat, J., 1988. Diversification strategies, business cycles and economic performance. *Strategic Management Journal*, 9 (2), 99–110.
- Anderson, R.C. and Reeb, D.M., 2003. Founding-Family ownership, corporate diversification and firm leverage. *Journal of Law and Economics*, 46 (2), 653-684.
- Arregle, J.L., Hitt, M.A., Sirmon, D.G. and Very, P.V., 2007. The development of organizational social capital: Attributes of family firms. *Journal of Management Studies*, 44 (1), 73-95.
- Barney, J.B., 1991. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17 (1), 99-120.
- Berger, P. and Ofek, E., 1995. Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37 (1), 39–65.
- Bettis, R.A., 1981. Performance differences in related and unrelated diversified firms. *Strategic Management Journal*, 2 (4), 379-393.
- Bru, L. and Crespi, R., 2006. Diversification of family business groups and board control. *Working Paper* (Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=924845>).
- Cennamo, C., Berrone, P., Cruz, C. and Gomez-Mejia, L.R., 2012. Socioemotional wealth and proactive stakeholder engagement: Why family controlled firms care more about their stakeholders. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 36 (6), 1153-1173.
- Chang, S. and Wang, C., 2007. The effect of product diversification strategies on the relationship between international diversification and firm performance. *Journal of World Business*, 42 (1), 61-79.
- Chen, C.J. and Yu, C.M.J., 2012. Managerial ownership, diversification, and firm performance: Evidence from an emerging market. *International Business Review*, 21 (3), 518-534.
- Chrisman, J.J., Chua, J.H. and Litz, R., 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. 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), 555-576.
- Claessens, S., Djankov, S. and Lang, L., 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), 81-112.
- Claver, E., Rienda, L. and Quer, D., 2009. Family firm's international commitment. The influence of family-related factors. *Family Business Review*, 22 (2), 125-135.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2010. www.cnmv.es.
- Davis, J.H., Allen, M.R. and Hayes, H.D., 2010. Is blood thicker than water? A study of stewardship perceptions in family business. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34 (6), 1093-1115.
- Davis, J.H., Schoorman, D.F. and Donaldson, L., 1997. Towards a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22 (1), 20-47.

- Del Brio, E., Maia-Ramires, E.L. and De Miguel, A., 2011. Ownership structure and diversification in a scenario of weak shareholder protection. *Applied Economics*, 43 (29) 1-11.
- Denis, D., Denis, D. and Yost, K., 2002. Global diversification, industrial diversification, and firm value. *Journal of Finance*, 57 (5), 1951-1979.
- Denis, D., Denis, D. and Sarin, A., 1997. Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. *Journal of Finance*, 52 (1), 135-160.
- Donaldson, L. and Davis, J.H., 1991. Stewardship theory or agency theory. *Australian Journal of Management*, 16 (1), 49-64.
- Ducassy, I. and Prevot, F., 2010. The effects of family dynamics on diversified strategy: empirical evidence from French companies. *Journal of Family Business Strategy*, 1 (4), 224-235.
- Eisenmann T.R., 2002. The effects of CEO equity ownership and firm diversification on risk taking. *Strategic Management Journal*, 23 (6), 513-534.
- European Commission: Family business definition, 2012. http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/promoting-entrepreneurship/family-business/index_en.htm.
- Faccio, M. and Lang, L., 2002. The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65 (3), 365-395.
- Fama, E. and Jensen, M., 1983. Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 301-325.
- Fernández, Z. and Nieto, M.J., 2006. Impact of ownership on the international involvement of SMEs. *Journal of International Business Studies*, 37 (3), 340-351.
- García, M.G., 2003. *El gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial: Evidencia en las cajas de ahorro españolas*. Tesis, (Dr). Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.
- García, M.G., García, J.M. and Álamo, F.R., 2005. El gobierno corporativo, la estrategia de diversificación y los resultados: evidencia en las cajas de ahorros españolas. *Estudios Financieros. Revista de Contabilidad y Tributación: Comentarios, Casos Prácticos*, 266, 161-212.
- Gomes, J. and Lidvan, D., 2004. Optimal Diversification: Reconciling Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 59 (2), 507-535.
- Gomez-Mejia, L., Cruz, C., Berrone, P. and De Castro, J., 2011. The bind that ties: socioemotional wealth' preservation in family firms. *Academy of Management Annals*, 5 (1), 653-707.
- Gomez-Mejia, L., Haynes, K., Nuñez, M., Jacobson, K. and Moyano, J., 2007. Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52 (1), 106-137.
- Gomez-Mejia, L., Makri, M. and Larraza, M., 2010. Diversification decisions in family-controlled firms. *Journal of Management Studies*, 47 (2), 223-252.
- Goranova, M., Alessandri, T., Brandes, P. and Dharwadkar, R., 2007. Managerial ownership and corporate diversification: A longitudinal view. *Strategic Management Journal*, 28 (3), 211-225.
- Habbershon, T.G. and Williams, M.L., 1999. A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. *Family Business Review*, 12 (1), 1-22.

- Hill, C. and Snell, S., 1989. Effects of ownership structure and control on corporate productivity. *Academy of Management Journal*, 32 (1), 25-46.
- Jacquemin, A.P and Berry, C.H., 1979. Entropy measure of diversification and corporate growth. *Journal of Industrial Economics*, 27 (4), 359-369.
- Jensen, M. 1986., Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- Jensen, M. and Murphy, K., 1990. Performance pay and top management incentives. *Journal of Political Economy*, 98 (2), 225-263.
- Kang, D.L., 1999. 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.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F. and Shleifer, A., 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54 (2), 471-517.
- Laeven, L. and Levine, R., 2007. Is there a diversification discount in financial conglomerates?. *Journal of Financial Economics*, 85 (2), 331-67.
- Markides, C. and Williamson, P., 1994. Related diversification, core competences and corporate performance. *Strategic Management Journal*, 15, 149-165.
- Martin, J.D. and Sayrak, A., 2003. Corporate diversification and shareholder value. *Journal of Corporate Finance*, 9 (1), 37-57.
- May, D.O., 1995. Do managerial motives influence firm risk reduction strategies? *Journal of Finance*, 50 (4), 1291-1308.
- Mazzi, C., 2011. Family business and financial performance: current state of knowledge and future research challenges. *Journal of Family Business Strategy*, 2 (3), 166-181.
- Menard, S., 2002. *Longitudinal Research. Quantitative Applications in the Social Sciences*. 2^a Ed. Thousand Oaks: Sage Publications.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I and Scholnick, B., 2008. Stewardship vs. stagnation: An empirical comparison of small family and non-family business. *Journal of Management Studies*, 45 (1), 51-78.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I. and Lester, R.H., 2010. Family ownership and acquisition behaviour in publicly-traded companies. *Strategic Management Journal*, 31 (2), 201-214.
- Miller, R.A., 1973. Concentration and marginal concentration, advertising and diversity: Three issues structure performance tests. *Industrial Organization Review*, 1 (1), 15-24.
- Montgomery, C.A., 1985. Product-market diversification and market power. *Academy of Management Journal*, 28 (4), 789-798.
- Montgomery, C.A., 1994. Corporate diversification. *Journal of Economic Perspectives*, 8 (3), 163-178.
- Moore, K., 2009. Paradigms and theory building in the domain of business families. *Family Business Review*, 22 (2), 167-180.
- Muñoz-Bullón, F. and Sánchez-Bueno, M.J., 2011. Do family ties shape the performance consequences of diversification? Evidence from the European Union. *Journal of World Business*, 47 (3), 469-477.
- Newbound, G., Buckley, P. and Turwell, J., 1978. *Going international: The experience of smaller companies overseas*. Somerset, NJ: Halstead Press.

- Palepu, K., 1985. Diversification strategy, profit performance and the entropy measure. *Strategic Management Journal*, 6 (3), 239-255.
- Palich, L.E., Cardinal, L.B. and Miller, C.C., 2000. Curvilinearity in the diversification-performance linkage: An examination of over three decades of research. *Strategic Management Journal*, 21 (2), 155-17.
- Penrose, E., 1959. *The Theory of the Growth of the Firm*. New York: John Wiley.
- Peteraf, M.A., 1993. The cornerstones of competitive advantage: A resource-based view. *Strategic Management Journal*, 14 (3), 179-191.
- Pollack R., 1985. A transaction cost approach to familiar and households. *Journal of Economic Literature*, 23, 581-608.
- Rumelt, R.P., 1974. *Strategy, Structure and Economic Performance*. Boston: Harvard University Press.
- Rumelt, R.P., 1982. Diversification strategy and profitability. *Strategic Management Journal*, 3 (4), 359- 369.
- Sacristán, M., Gómez, S. and Cabeza, L., 2011. Large shareholders' combinations in family firm: Prevalence and performance effects. *Journal of Family Business Strategy*, 2 (2), 101-112.
- 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.
- Shackman, J.D., 2007. Corporate diversification, vertical integration and internal capital markets: Across-country study. *Management International Review*, 47 (4), 479-504.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W., 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94 (3), 461-488.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W., 1990. Equilibrium short horizons of investors and firms. *American Economic Review Papers and Proceedings*, 80 (2), 148-153.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W., 1989. Management entrenchment: The case of manager specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25 (1), 123-139.
- 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.
- Tagiuri, R. and Davis, J., 1982. Bivalent Attributes of the Family Firm. *Working paper*, Cambridge: Harvard Business School.
- Tanriverdi, H. and Venkatraman, N., 2005. Knowledge relatedness and the performance of multibusiness firms. *Strategic Management Journal*, 26 (1), 97-119.
- Tsai, W., Kuo, Y. and Hung, J., 2009. Corporate diversification and CEO turnover in family businesses: Self entrenchment or risk reduction? *Small Business Economics*, 32 (1), 57-76.
- Ward, J.L., 1988. The special role of strategic planning for family businesses. *Family Business Review*, 1 (2), 105-118.
- Waserman, N., 2006. Stewards, agents and the founder discount: Executive compensation in new ventures. *Academy of Management Journal*, 49 (5), 960-976.
- Zahra, S.A., 2005. Entrepreneurial risk taking in family firms. *Family Business Review*, 18 (1), 23-40.
- Zozaya, N. 2007. *Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial*. Dirección General de Política de la Pyme. Ministerio de Industria y Turismo.

